

**VALORACION FINANCIERA Y PROPUESTA DE GENERACION DE VALOR
PARA LA EMPRESA FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., CON EL FIN DE
ASEGURAR SU SOSTENIBILIDAD EN EL TIEMPO**

JULY JOHANNA PEÑA FONSECA

ARGEMIRO MORENO DIAZ

FREDY GUSTAVO CRUZ PEDREROS

UNIVERSIDAD PILOTO DE COLOMBIA

FACULTAD DE INGENIERIA FINANCIERA

ESPECIALIZACION EN GERENCIA Y ADMINISTRACION FINANCIERA

BOGOTA D.C.

2016

Tabla de Contenido

Portada.....	i
Tabla de Contenido.....	ii
Lista de Tablas.....	vii
Lista de Gráficos.....	viii
Resumen	ix
Introducción.....	x
1. Descripción de la Empresa.....	12
1.1. Descripción General.....	12
1.1.1. Nombre de la Empresa	12
1.1.2. Tipo de Empresa.....	12
1.1.3. Ubicación	13
1.1.4. Tamaño.....	14
1.1.5. Visión	14
1.1.6. Misión.....	14
1.1.7. Política de Calidad	14
1.1.8. Ventajas Competitivas.....	15
1.1.9. Análisis de la Industria.....	15
1.1.10. Productos y Servicios	17

1.2.	El Mercado	18
1.2.1.	Tamaño del Mercado.....	18
1.2.1.1.	Clientes Potenciales.....	19
1.2.2.	Descripción de la Competencia.....	19
1.2.3.	Participación de la empresa y su competencia en el mercado.....	19
1.3.	Proceso de Producción	20
1.3.1.	Descripción del Proceso	20
1.3.2.	Mapa de Procesos.....	22
1.3.3.	Equipos e instalaciones	23
1.3.4.	Capacidad Instalada.....	23
1.3.5.	Manejo de Inventarios.....	24
1.4.	Estructura Organizacional	25
1.4.1.	Organigrama de la Empresa	25
1.4.2.	Cuadro informativo de Gastos de Personal Mensual	26
2.	Formulación del Problema	27
2.1.	Justificación.....	27
2.2.	Objetivos	28
2.2.1.	Objetivo General	28
2.2.2.	Objetivos Especificos	28
2.3.	Marco Referencial	29

2.3.1. Definición de Valoración de Empresas	29
2.3.2. Objetivos de la Valoración de Empresas	31
2.3.2.1. Como instrumento estratégico de medición y gestión de resultados.....	32
2.3.2.2. Para ofertar en la bolsa de valores o banca de inversión.	32
2.3.2.3. Emisión y adquisición de acciones.....	32
2.3.2.4. Para fusiones.....	32
2.3.2.5. Solicitud y obtención de recursos financieros de terceros.....	33
2.3.2.6. Para la emisión o adquisición de títulos valores avalados por la empresa.	33
2.3.3. Metodologías que se utilizan en la valoración de empresas	33
2.3.3.1. Métodos Clásicos.....	34
2.3.3.1.1. Del valor sustancial	34
2.3.3.1.2. Beneficios descontados	35
2.3.3.2. Métodos mixtos.	36
2.3.3.2.1. Valor medio	36
2.3.3.3. Nuevos métodos de valoración.....	36
2.3.3.3.1. Método del descuento de flujos de caja (DCF)	37
2.3.3.3.2. Valor económico agregado (EVA).....	41
2.3.3.3.3. Método de opciones reales.	42
2.3.4. Definición de Gerencia Basada en el Valor	42
2.3.4.1. Sistema de creación de valor	43

2.4. Diagnóstico Financiero	47
2.4.1. Análisis Cualitativo	47
2.4.1.1. Entorno Económico	47
2.4.1.2. Industria / Sector Muebles	49
2.4.2. Análisis Cuantitativo	51
2.4.2.1. Estado de Resultados / Rentabilidad Ebitda	54
2.4.2.2. Flujo de Caja	560
2.5. Riesgos	60
2.5.1. Macroeconómicos y políticos	60
2.5.2. Tasa de interés	60
2.5.3. Tasa de cambio	60
2.5.4. Mercado	61
2.5.5. Dependencia de personal clave	61
2.5.6. Dependencia de un solo segmento de negocio	61
2.5.7. Interrupciones de las actividades	62
2.5.8. Riesgo financiero	62
3. Metodología	62
3.1. Entorno Económico	62
3.2. Diagnóstico Financiero	63
3.3. Planeación Financiera	63

3.4 Evaluación de Proyectos	60
3.5. Modelaje Financiero	60
3.6. Propuesta Metodológica Inicial	67
3.7. Descripción de la construcción del Modelo Financiero en Excel.....	68
4. Resultados	75
4.1. Recomendaciones y estrategias.....	76
4.2. Supuestos macroeconómicos	79
4.3. Proyección	80
4.3.1. Variables de Proyección	80
4.3.2. Proyección de Ventas – Ingresos – Costos – Gastos	81
4.3.3. Variables para el cálculo de escenarios	83
4.4. Flujo de Caja Proyectado	84
4.5. Estado de Resultados Proyectado	85
4.6. Balance General Proyectado	87
4.7. Indicadores Financieros Proyectados	89
5. Conclusiones	90
6. Recomendaciones.....	94
Bibliografía	

Lista de Tablas

<i>Tabla 1. Descripción del Proceso</i>	20
<i>Tabla 2. Mapa de Procesos</i>	22
<i>Tabla 3. Organigrama de la Empresa</i>	25
<i>Tabla 4. Cuadro informativo de Gastos de Personal Mensual</i>	26
<i>Tabla 5. Estado de Resultados Peer Group</i>	49
<i>Tabla 6. Balance General Peer Group</i>	50
<i>Tabla 7. Inductores Peer Group</i>	51
<i>Tabla 8. Recomendaciones y estrategias</i>	76

Lista de Gráficos

<i>Gráfico 1. Producto Interno Bruto</i>	16
<i>Gráfico 2. Concentración Ventas por Cliente</i>	18
<i>Gráfico 3. Porcentaje de Participación Mercado</i>	20
<i>Gráfico 4. Capacidad Utilizada</i>	24
<i>Gráfico 5. Indicadores Macroeconómicos</i>	48
<i>Gráfico 6. Indicadores de Actividad</i>	53
<i>Gráfico 7. Estado de Resultados Vs Rentabilidad Ebitda</i>	54
<i>Gráfico 8. Rentabilidad</i>	55
<i>Gráfico 9. Análisis Flujo de Caja</i>	57
<i>Gráfico 10. Análisis Estructura Financiera</i>	59
<i>Gráfico 11. Estrategia de Concentración de Ventas</i>	73
<i>Gráfico 12. Supuestos Macroeconómicos</i>	79
<i>Gráfico 13. Variables de proyección</i>	80
<i>Gráfico 14. Proyección Ventas – Ingresos – Costos – Gastos</i>	81
<i>Gráfico 15. Variables para el cálculo de escenarios</i>	83
<i>Gráfico 16. Flujo de Caja Proyectado</i>	84
<i>Gráfico 17. Estado de Resultados Proyectado</i>	86
<i>Gráfico 18. Balance General Proyectado</i>	87
<i>Gráfico 19. Indicadores Financieros Proyectados</i>	89

Resumen

Con este trabajo se pretende desarrollar y aplicar una propuesta de valoración de empresas bajo el modelo de flujo de caja descontado, enfocado en la aplicación de estrategias, las cuales se expresarán en las recomendaciones dadas para el logro de la viabilidad y perdurabilidad de la empresa FLAMINIO ANGULO Y CIA.LTDA, empresa Pyme del sector privado.

La metodología a utilizar es el flujo de caja descontado, el cual posibilita la obtención de unos resultados técnicamente adecuados, tomando como referencia las variables críticas de la empresa y las variables macroeconómicas que afectan directamente el comportamiento financiero.

Para el cálculo de los flujos de efectivo futuros se toman como base los estados financieros históricos proyectados, los cuales se soportan en la estrategia de la empresa o su plan de negocios y en las proyecciones estimadas de las principales variables macroeconómicas como la inflación, el incremento del crecimiento real del sector y otra serie de parámetros estimados de acuerdo con las características derivadas de la naturaleza jurídica de la empresa.

Una vez calculado el valor de la empresa utilizando la metodología de flujos de caja descontados, se procederá a presentar las conclusiones y las recomendaciones de la investigación.

Palabras clave: Valoración de empresas, Flujo de Caja Libre Descontado, WACC, Value, Equity Value.

Introducción

La valoración de empresas es el resumen de una serie de conocimientos ordenados de distintas áreas como son la financiera, de mercados, económica y la estadística, las cuales van a servir de aplicación y soporte para la realización de este trabajo de investigación, con el objetivo de conocer el valor económico actual y poder así determinar una serie de estrategias que servirán de apoyo a la gerencia para la toma de decisiones dirigidas a la sostenibilidad, viabilidad y perdurabilidad en el tiempo de la empresa FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA.

El tema de la valoración de empresas en Colombia no ha sido muy desarrollado, aunque presenta avances importantes, por lo cual toma una mayor relevancia la elaboración de un trabajo de estas características.

La contabilidad tradicional y las finanzas en las organizaciones operan de tiempo atrás con una serie de indicadores, que han facilitado un sistema de medición y evaluación de la gestión de la gerencia, sin embargo, los requerimiento de la gerencia moderna hacen necesaria la actualización de esos indicadores, es así como hoy, la ingeniería financiera además de los indicadores de liquidez, endeudamiento, los indicadores de utilidad o excedentes y de rentabilidad, tan habituales en nuestro medio, agregan a este lote, indicadores de gran importancia como los que tienen que ver con el valor económico agregado EVA y el valor de la empresa.

De otra parte, el objetivo principal de la gerencia es la generación de valor y la maximización de utilidades o excedentes en la empresa; de ahí, su necesaria implementación mediante un sistema de medición adecuado que permita saber cuál ha sido el resultado de la valoración periódica de la empresa.

Dentro del desarrollo de este trabajo se realizará la valoración a la empresa FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., bajo el método de flujo de caja libre descontado, el cual permite conocer su valor actual bajo unos supuestos de estrategias al interior de la empresa, teniendo en cuenta parámetros macroeconómicos, los cuales se proyectaran permitiendo conocer su dinámica y efecto en el valor de la empresa, para llegar a unas conclusiones y recomendaciones, las cuales se presentaran como estrategias para resultados futuros. El resultado de este trabajo será de gran ayuda para los directivos de la empresa, ya que permitirá el establecimiento de unas políticas tendientes al cumplimiento de las estrategias planteadas.

1. Descripción de la Empresa

1.1. Descripción General

1.1.1. Nombre de la Empresa: FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA.

1.1.2. Tipo de Empresa: Es una empresa Limitada. Fue fundada en 1959 por el señor Flaminio Angulo, oriundo de la región de Rionegro La Palma (Cundinamarca), quien luego de trabajar en diversas compañías de muebles como tapicero le surge la idea de crear una empresa de fabricación de muebles en la ciudad de Bogotá la cual comienza a destacarse por su gran calidad y novedosos diseños. Hoy, con más de cincuenta años de experiencia, FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., es una pujante compañía que provee de muebles para oficina a importantes empresas, bancos, clubes, cooperativas, casinos, centros médicos y otros establecimientos, ofreciendo las mejores soluciones acordes con la imagen corporativa de cada cliente.

La empresa actualmente no realiza importaciones, ni exportaciones, sin embargo algunos de los productos que adquiere a proveedores nacionales son importados de Europa.

Es una empresa familiar con cinco socios donde el señor Flaminio Angulo sustenta la mayor participación y sus cuatro hijos la diferencia en partes iguales. La actual administración está a cargo del señor Flaminio Angulo quien ha gerenciado la compañía desde sus inicios. Los cuatro hijos y socios de la empresa se desempeñan como Director Comercial, Asesor Comercial, Auxiliar de Facturación y Técnico Operativo.

Los cinco socios son empíricos en sus labores y a fuerza de experiencia a través de los años y conocimiento a profundidad de sus productos, han logrado mostrar un crecimiento favorable durante los más de cincuenta años de operación.

La visión y estrategias establecidas por la gerencia han sido encaminadas a buscar clientes, utilizando para ello las buenas relaciones y excelentes referencias suministradas por clientes de tradición como el Banco de Bogotá y Compensar.

Don Flaminio Angulo por tratarse de una persona de origen humilde, entiende muy bien su responsabilidad social con el cuidado del medio ambiente y por sobre todo en la generación de trabajo para la comunidad.

Su visión desde hace ya varios años es buscar el reconocimiento en el sector como una empresa con productos de calidad, excelentes servicios de postventa y precios acordes y adecuados a sus estándares de producción.

En la continuidad de su labor la empresa ha buscado apoyo y soporte en profesionales con experiencia en temas Administrativos, Financieros, Jurídicos, Fiscales, Operativos, Diseño, de tecnología, entre otros, los cuales aportan sus conocimientos y competencias para la consecución de los objetivos establecidos por la Gerencia y los socios de la compañía, quienes finalmente en consenso toman las decisiones necesarias y acordes a sus objetivos y estrategias.

1.1.3. Ubicación: La empresa cuenta con 2 bodegas propias, la Sede Principal queda ubicada en la AV KR 40 No. 20ª 25 en donde concentra el 100% de su operación tanto productiva como administrativa, la segunda bodega ubicada en el barrio La Camelia es utilizada como espacio de bodegaje para productos y materiales de poca rotación.

No tiene puntos de venta, sin embargo en la sede principal cuenta con un showroom, donde se exhiben sus productos principales. Cuenta con tres vehículos propios para el transporte de la mercancía en Bogotá y ciudades cercanas y la contratación de empresas de transporte para ciudades retiradas.

1.1.4. Tamaño: Al 31 de diciembre de 2015, la empresa contaba con 29 empleados activos de los cuales 8 pertenecen al área administrativa, 5 al área comercial y 16 al área de producción. Activos Totales a 31 de diciembre de 2015: \$4.875.640.992. Ventas Totales \$2.913.301.010.

1.1.5. Visión: FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA, será reconocida a nivel nacional en el año 2018 como una empresa sólida y altamente competitiva en la fabricación, comercialización y renovación de muebles para oficina y hogar, asegurando la calidad y garantía de sus productos.

1.1.6. Misión: Fabricar muebles para oficina y hogar brindando comodidad y adecuación de espacios de acuerdo con el requerimiento de nuestros clientes, enfocado en su satisfacción, ofreciendo garantía del producto y el cumplimiento en la entrega; siempre basados en la experiencia y el liderazgo de la Compañía.

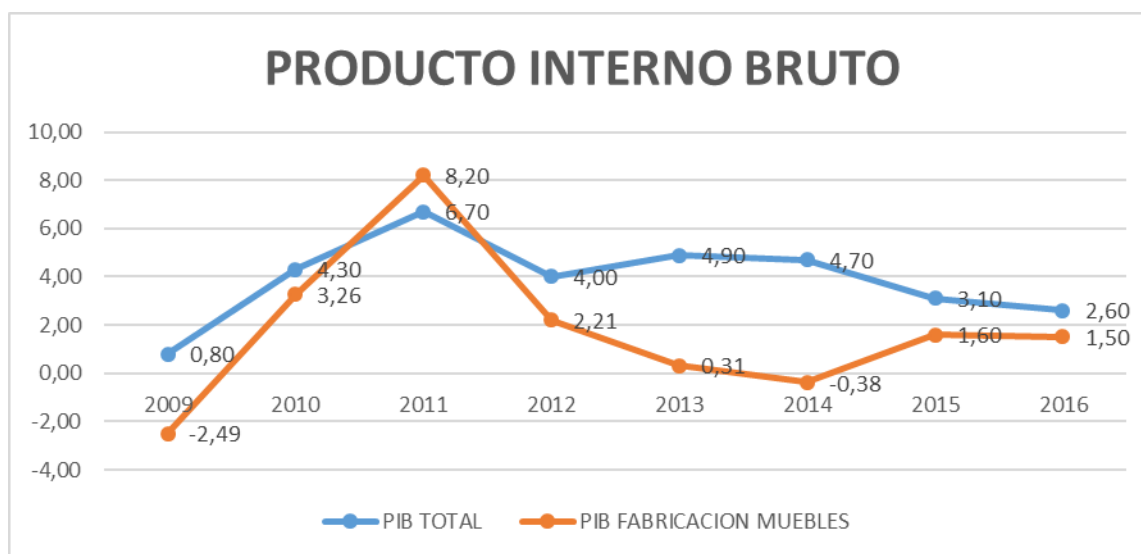
1.1.7. Política de Calidad: FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA. se compromete a satisfacer las necesidades de sus clientes mediante la fabricación, comercialización y renovación de muebles para oficina y hogar, suministrando productos y servicios de excelente calidad,

ofreciendo garantía y cumplimiento, todo esto apoyado en un equipo de trabajo competente y siempre comprometido en la mejora continua de sus procesos.

La empresa se encuentra certificada con la Norma de Calidad ISO:9008 desde el año 2010, año tras año ha sustentado su sistema de Gestión de Calidad ante la entidad certificadora ICONTEC, obteniendo de manera satisfactoria las renovaciones correspondientes.

1.1.8. Ventajas Competitivas: Con más de 50 años de experiencia, FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA. es reconocida por la competencia como una compañía cuyos productos y servicios son de calidad, la industrialización de sus procesos no aleja a sus propietarios del hábito de personalizar y dar un sello individual a cada producto fabricado. Una ventaja importante sobre la competencia es la credibilidad y confianza en sus productos, prueba de ello es la continuidad de clientes como el Banco de Bogotá y Compensar con los cuales se tienen relaciones comerciales de más de tres décadas. A pesar que la empresa no tiene puntos de venta en otras ciudades del país, si tiene presencia técnica a nivel nacional y por regiones para dar respuesta a las necesidades y requerimientos de su principal cliente el Banco de Bogotá.

1.1.9. Análisis de la industria: El sector de muebles presenta un panorama no muy alentador ya que desde el año 2011 muestra una caída en el crecimiento, pasando en 5 años del 8.2% al -0.4%; para el año 2015 el crecimiento fue del 1.6%.

Gráfico 1. Producto Interno Bruto

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística -DANE.

La globalización y la apertura de mercados es una realidad y tiene una importante afectación para muchas empresas de muebles a nivel local que antes de competir en un mercado global gozaban de un aparente éxito en el mercado colombiano, donde existía una oferta limitada y la innovación era prácticamente nula.

Los llamados acuerdos de “libre comercio” han llevado a muchas empresas extranjeras a invertir en el mercado Colombiano y/o a que negociantes locales incursionen en la importación de productos sobre todo del continente Asiático, lo cual ha forzado a las empresas de tradición a la adopción de nuevas y mejores tecnologías conducentes a la optimización de tiempos, procesos y costos de producción olvidando o dejando de lado la atención al cliente.

Para muchos, la opción es producir en China y vender regionalmente pero eso no basta para mantener al cliente contento, ya que con el pasar del tiempo el cliente promedio se ha vuelto más versado y exigente. Cada vez son menos las personas que hacen sus compras de manera emocional sin hacer una consulta previa por internet o, por lo menos, comparando con otros

almacenes las características, precio y calidad del producto que van a comprar. Así pues, las empresas locales y regionales han trabajado mucho en esta parte y la gran mayoría han llegado a ser competitivas pero donde las empresas extranjeras todavía siguen superando a las nacionales es en: los procesos de envío, instrucciones de armado y atención al cliente (postventa).

Es importante resaltar que los clientes (personas que ya han realizado la compra) son igualmente importantes a los prospectos (personas que aún no son clientes pero en un futuro inmediato pueden llegar a serlo). Muchas compañías que ofrecen mobiliario para espacios interiores olvidan el costo de perder un cliente (que a veces suele ser más alto que el de cautivarlo). El foco de la mayoría de las compañías es la producción pero se olvidan de lo que pasa cuando el cliente compra el producto (que generalmente viene desarmado para optimizar no sólo el embalaje sino el transporte) y debe llegar a su casa a armarlo. Aquí es el momento en donde la fidelidad del cliente se pone a prueba, el llamado “momento de la verdad”, en el cual el usuario se encuentra con la dura realidad plasmada en unos manuales complejos (y en algunas ocasiones están hasta incompletos) en los que se requiere un título en ingeniería o diseño industrial para poder entenderlos y ensamblar el mueble exitosamente.

Después de varios intentos, muchos usuarios desisten y proceden a devolver el producto por incompatibilidad con las tecnologías de armado planteadas por el fabricante, otros simplemente van un paso más allá, proceden a llamar al fabricante y “recordarle a su progenitora” para después llegar a algún tipo de acuerdo en donde la marca y/o sus distribuidores terminan mandando a un “instalador” para que proceda a ensamblar el mueble.

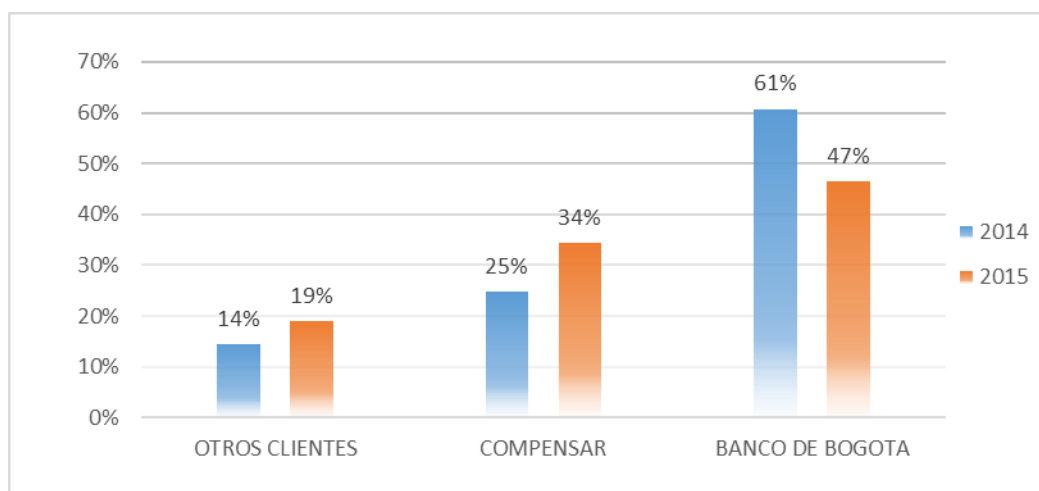
1.1.10. Productos y Servicios: La empresa fabrica y comercializa todo tipo de muebles para oficina y hogar con diseños exclusivos y de la mejor calidad, las principales líneas de

productos son: hotelería, puestos de trabajo, sillas de oficina, sillas auxiliares y mesas, sofás, muebles para hogar y soluciones de archivo. Dentro de los servicios que se prestan se encuentra la adecuación de espacios, mantenimiento y renovación de mobiliario.

1.2. El Mercado

1.2.1. Tamaño del Mercado: Algunos de sus clientes son: Banco de Bogotá, Compensar, Colsubsidio, Cine Colombia, Constructora Obreval, Fiduciaria Bogotá, La Campiña, Servientrega, entre otros. Los clientes Banco de Bogotá y Compensar son atendidos a nivel nacional para lo cual se cuenta con técnicos operativos y de mantenimiento además de la ciudad de Bogotá, en Barranquilla, Cali y Medellín, desde estas ciudades principales se coordina la atención de todo el territorio nacional. Como aspecto negativo se observa una dependencia y concentración importante de los ingresos de la compañía en dos de los clientes que al cierre del año 2015 tenían una participación del 82% sobre el total de los ingresos.

Gráfico 2. Concentración Ventas por Cliente



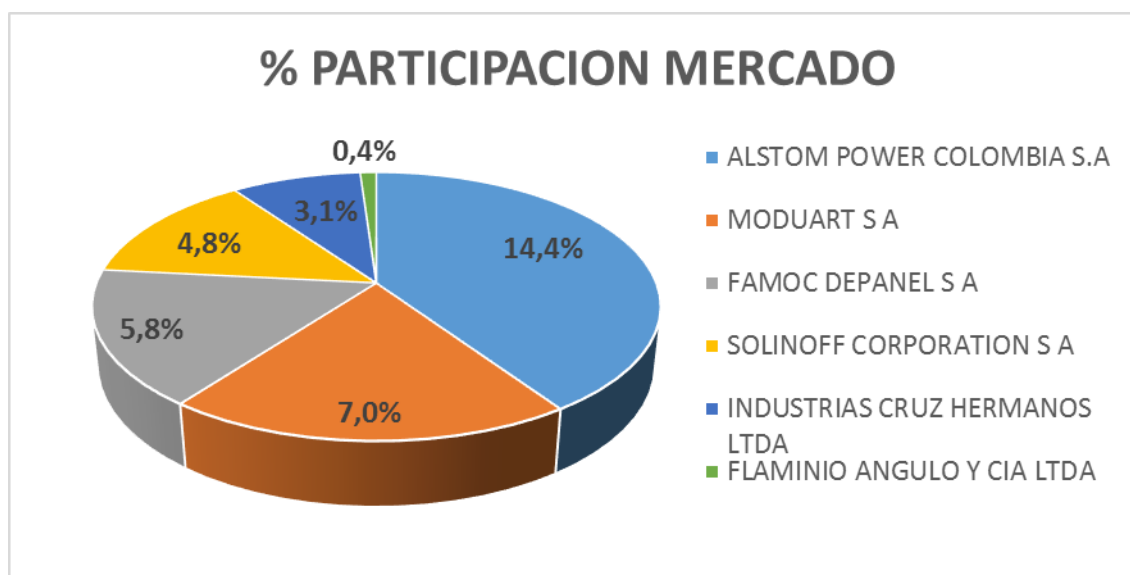
Fuente: Informes anuales Flaminio Angulo Ltda. Cálculos propios

1.2.1.1 Clientes Potenciales: Las ventas de Flaminio Angulo y Cía. Ltda. principalmente son institucionales, por consiguiente los clientes potenciales son cualquier compañía a nivel nacional. Un mercado no explorado por la empresa y que podría generar nuevas y mayores ventas es el de licitaciones tanto de empresas públicas como de empresas privadas. En la actualidad su mercado está limitado a la ciudad de Bogotá y al cumplimiento de requerimientos del Banco de Bogotá a nivel nacional.

1.2.2. Descripción de la competencia: En el mercado de muebles, Flaminio Angulo y Cía. Ltda. no se encuentra dentro de las más grandes en estructura y participación en ventas y sus principales competidores cuya infraestructura y ventas son similares son: Servex, Ofipartes, Ofile y Multiproyectos. Los almacenes de grandes superficies y almacenes del 12 de octubre también representan competencia aun cuando la calidad de los productos que comercializan son diferentes por tratarse de productos importados de países asiáticos como China y Singapur.

1.2.3. Participación de la empresa y su competencia en el mercado: Dentro del mercado total como se advierte en el siguiente grafico la compañía tiene una participación del 0,4% sin embargo es importante mencionar que las empresas que conforman el 40% de la participación total son empresas cuya infraestructura y ventas son muy diferentes a FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA.

Gráfico 3. Porcentaje de Participación Mercado




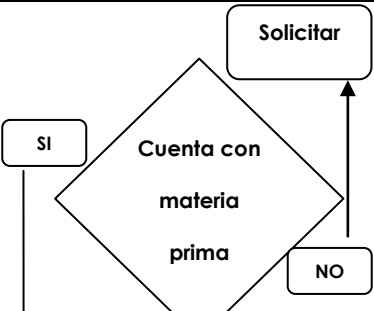
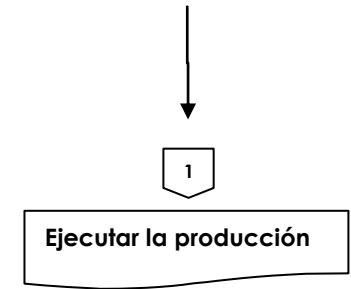
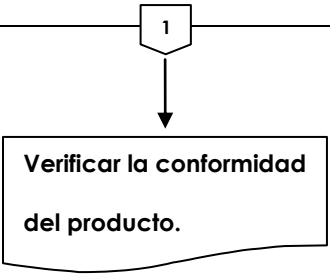
Fuente: Superintendencia de Colombia

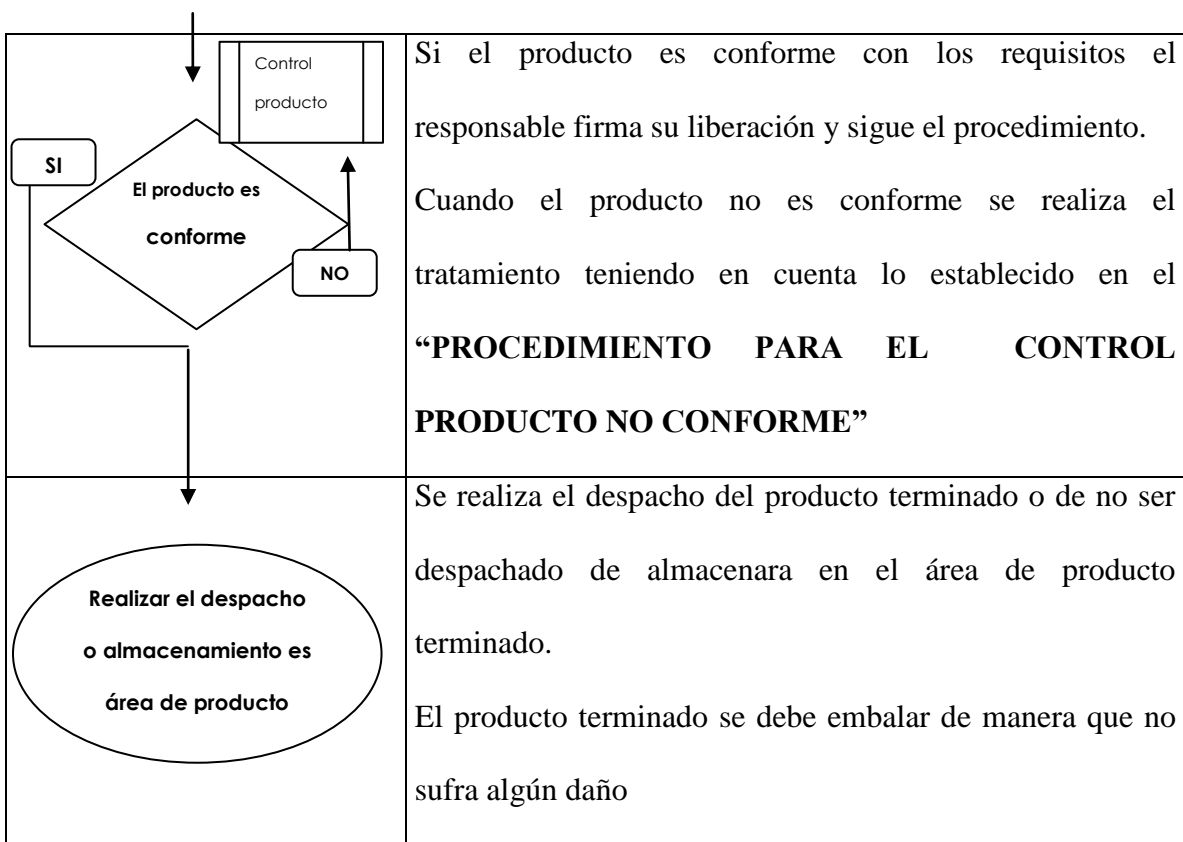
1.3. Proceso de Producción

1.3.1. Descripción del Proceso

Tabla 1. Descripción del Proceso

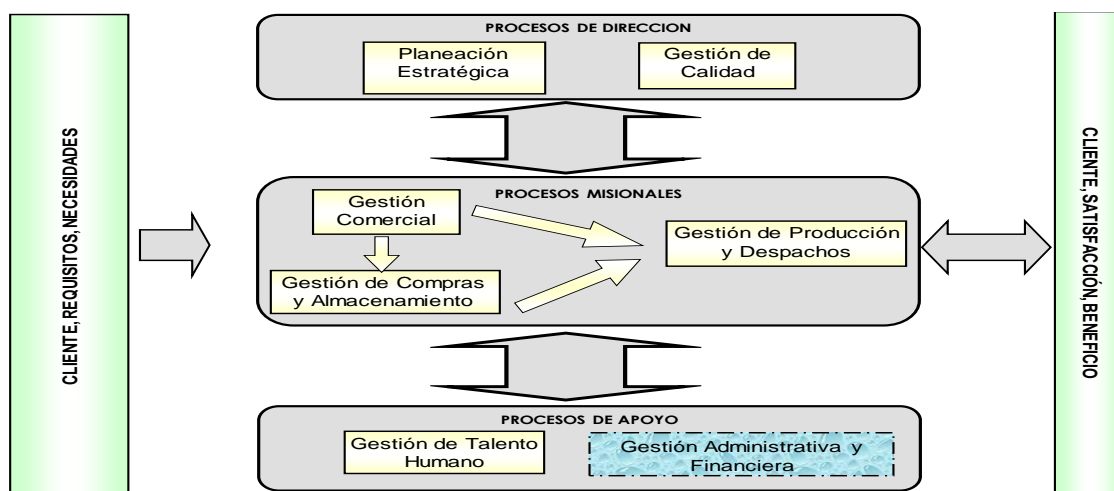
ACTIVIDAD	DESCRIPCIÓN
<p>Recepcionar orden de pedido</p>	Gestión comercial le entrega la orden de pedido al jefe de producción con los requisitos del producto.
<p>Revisar orden de pedido</p>	Con base en la orden de pedido, el Jefe de Producción identifica las necesidades de su proceso, en cuanto a

	<p>materia prima, mano de obra entre otros.</p> <p>Revisada la OP por Jefe de Producción se la hace llegar al Jefe de Compras e Inventarios o al Auxiliar de Inventarios, para que este gestione la salida de los materiales del almacén.</p>
	<p>Si cuenta con materia prima se le entrega a producción y se continúa con el procedimiento.</p> <p>Cuando no se cuenta con materia prima se debe realizar la solicitud.</p>
	<p>Se le entrega la materia prima al operario que se le asigne la producción.</p> <p>Y se le realiza el seguimiento a la producción mediante el formato control y verificación de la producción.</p> <p>El operario que recibe la materia prima firma la recepción en la orden de producción.</p>
	<p>El responsable designado por el jefe de producción realiza la verificación de que al terminar esa etapa del proceso el producto es conforme con los requisitos.</p>



1.3.2. Mapa de Procesos

Tabla 2. Mapa de Procesos



Fuente: Sistema de Gestión de Calidad Flaminio Angulo Ltda.

1.3.3. Equipos e instalaciones: La empresa cuenta con dos bodegas propias de las cuales en una se desarrolla el 100% de la operación, esta bodega cuenta con 2700 metros cuadrados de los cuales el 70% está destinado al área productiva y el resto para las áreas de administración y ventas. La segunda bodega tiene 1700 metros cuadrados que se destinan al bodegaje de productos de baja rotación y parqueo de vehículos de la familia que no tienen ninguna relación directa con el desarrollo de la actividad.

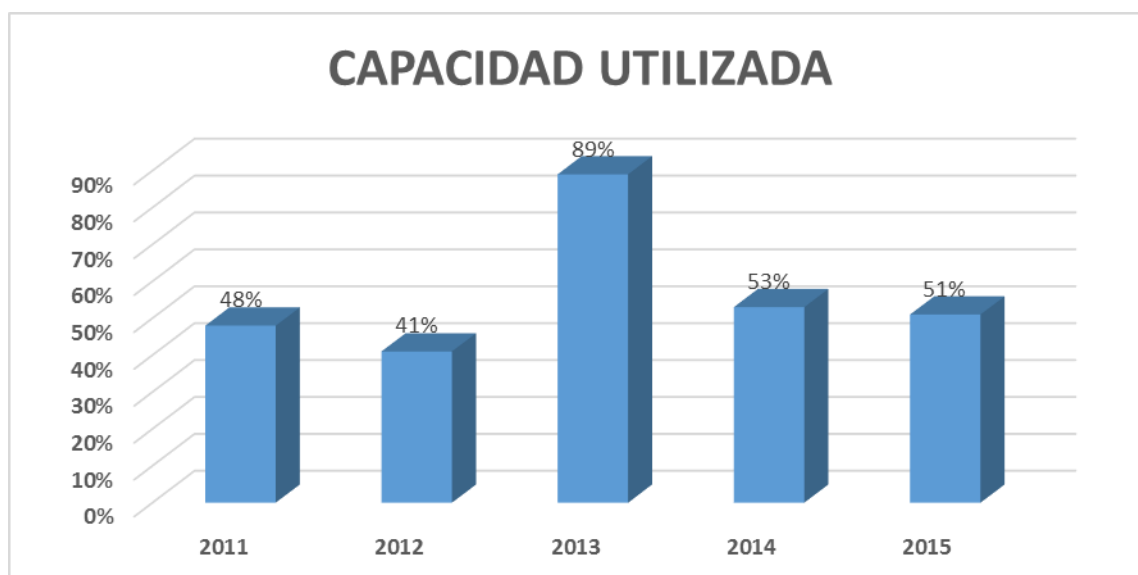
Cuenta con tres vehículos de carga, dos furgones NHR Turbo con capacidad de 1.3 toneladas y una van N300 con capacidad de 0.5 toneladas, estos vehículos son utilizados para el transporte y entrega de mercancías a clientes en la ciudad de Bogotá y otras ciudades cercanas como Tunja, Ibagué, Zipaquirá, Mosquera, Fusagasugá, Girardot, entre otras.

La maquinaria utilizada por la empresa en su mayoría se trata de equipos de mano como taladros, grapadoras y herramientas como martillos, tijeras y pinzas, sin embargo también cuenta con compresores, cabinas de pegado, zorras y escaleras para apilar, máquinas de coser y máquinas de tapizado.

1.3.4. Capacidad instalada: El indicador de la utilización de la capacidad instalada mide la proporción de la capacidad que está siendo actualmente utilizada. Para su cálculo se tiene en cuenta cuál es efectivamente la producción máxima que la empresa puede obtener con la capacidad instalada actual. De acuerdo a los cálculos entregados por el área de producción y la experiencia a través de los años, la capacidad instalada para FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA. es de 7 unidades producidas por hora, 56 al día, 308 a la semana, 1.386 al mes y 16.632 unidades al año.

La siguiente grafica nos muestra la utilización de la capacidad instalada para los últimos tres años de análisis.

Gráfico 4. Capacidad Utilizada



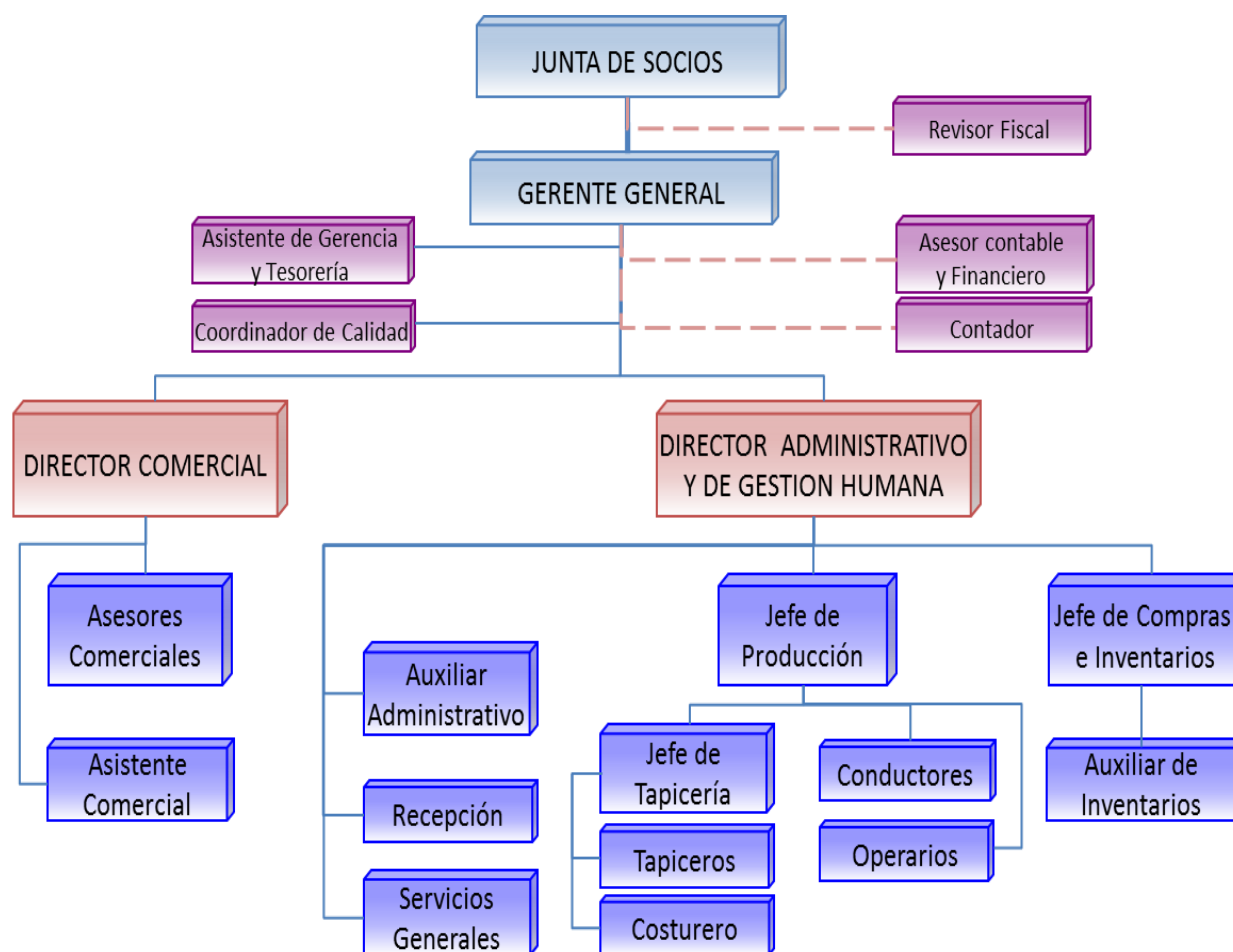
Fuente: Informes área de Producción. Cálculos propios

1.3.5. Manejo de Inventarios: No existe una política definida para el manejo de los inventarios en cuanto a stocks máximos y mínimos y no obstante la existencia de un comité de compras dentro del Sistema de Gestión de Calidad cuya función es la establecer y aprobar las necesidades de compras teniendo en cuenta la producción, no se evidencio la realización periódica de este comité, dejando al Jefe de compras e inventarios la autonomía para la compra de materiales y bajo su decisión los stocks necesarios para la producción. Por otro lado y de acuerdo a las evidencias recolectadas se observa que la documentación relacionada con este proceso no es procesada oportunamente en el aplicativo establecido para ello, lo cual genera poca confianza en el proceso y manejos no adecuados para la toma de decisiones.

1.4. Estructura Organizacional

1.4.1. Organigrama de la Empresa

Tabla 3. Organigrama de la Empresa



Fuente: Sistema de Gestión de Calidad Flaminio Angulo Ltda.

1.4.2. Cuadro informativo de Gastos de Personal Mensual

Tabla 4. Cuadro informativo de Gastos de Personal Mensual

Cargo	Salario Promedio Mensual	Cesantías	Interés / Cesantías	Vacaciones	Primas	Total
Asesor Comercial	1,645,737	137,090	16,451	68,627	137,090	3,650,732
Asesor Comercial	1,188,836	99,030	11,884	49,574	99,030	2,637,190
Asesor Comercial	1,188,836	99,030	11,884	49,574	99,030	2,637,190
Asesor Comercial	817,260	68,078	8,169	34,080	68,078	1,812,925
Asistente Administrativa	774,000	64,474	7,737	32,276	64,474	1,716,961
Asistente Comercial	889,594	74,103	8,892	37,096	74,103	1,973,383
Asistente de Tesorería	1,974,000	164,434	19,732	82,316	164,434	4,378,916
Auxiliar de Inventarios	987,610	82,268	9,872	41,183	82,268	2,190,812
Carpintero	1,014,000	84,466	10,136	42,284	84,466	2,249,352
Conductor Operario	700,000	58,310	6,997	29,190	58,310	1,552,807
Conductor Operario	700,000	58,310	6,997	29,190	58,310	1,552,807
Conductor Operario	1,079,000	89,881	10,786	44,994	89,881	2,393,541
Costurera	792,000	65,974	7,917	33,026	65,974	1,756,890
Director Comercial	6,009,115	500,559	60,067	250,580	500,559	13,329,996
Gerente	6,300,000	524,790	62,975	262,710	524,790	13,975,265
Jefe de Compras e Inventarios	1,524,000	126,949	15,234	63,551	126,949	3,380,683
Jefe de Producción	1,624,000	135,279	16,234	67,721	135,279	3,602,513
Operario	815,581	67,938	8,153	34,010	67,938	1,809,201
Operario	807,191	67,239	8,069	33,660	67,239	1,790,589
Operario	798,338	66,502	7,980	33,291	66,502	1,770,949
Operario	729,000	60,726	7,287	30,399	60,726	1,617,138
Operario	694,000	57,810	6,937	28,940	57,810	1,539,497
Operario - Barranquilla	793,107	66,066	7,928	33,073	66,066	1,759,347
Operario - Cali	772,622	64,359	7,723	32,218	64,359	1,713,904
Operario - Medellín	771,375	64,256	7,711	32,166	64,256	1,711,138
Servicios Generales	714,344	59,505	7,141	29,788	59,505	1,584,627
Servicios Generales	700,000	58,310	6,997	29,190	58,310	1,552,807
Tapicera	700,000	58,310	6,997	29,190	58,310	1,552,807
Tapicero	1,758,000	146,441	17,573	73,309	146,441	3,899,764
Tapicero	700,000	58,310	6,997	29,190	58,310	1,552,807
Totales	39,961,547	3,328,797	399,456	1,666,397	3,328,797	88,646,540

Al 31 de diciembre de 2015, la empresa contaba con 29 empleados activos de los cuales 8 pertenecen al área administrativa, 5 al área comercial y 16 al área de producción. Los valores que se muestran como salario promedio mensual incluyen sueldo y comisiones para los funcionarios del área comercial.

En las ciudades de Barranquilla, Cali y Medellín se cuenta con un funcionario operativo que soporta temas de logística y mantenimiento e instalación para ventas al Banco de Bogotá.

2. Formulación del Problema

2.1. Justificación

La empresa Flaminio Angulo y Cía. Ltda., no cuenta con una herramienta financiera con la que pueda realizar una valoración constante que le permita identificar oportunamente si la empresa está generando o no valor económico agregado.

Causas:

- ✓ Falta de una visión empresarial a largo plazo.
- ✓ Desconocimiento en la importancia y beneficios de una adecuada estructura financiera.
- ✓ No se tiene claro cómo generar valor a través del crecimiento en sus actividades de operación.
- ✓ Inadecuado manejo de los recursos de la compañía y su liquidez.

Efectos:

- ✓ Falta de liquidez para el cumplimiento de sus obligaciones operativas y de inversión.
- ✓ Baja rentabilidad
- ✓ Riesgo en la continuidad del negocio.

2.2. Objetivos

2.2.1. Objetivo General: Desarrollar una propuesta de valoración para FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., que sirva como herramienta de valuación, medición y análisis de los resultados de la empresa y que contribuya al crecimiento y fortalecimiento financiero de la misma.

2.2.2. Objetivos Específicos:

- ✓ Identificar la situación financiera de la empresa, mediante la utilización de indicadores financieros e inductores de valor, reconociendo así aspectos de sus operaciones como fortalezas y debilidades.
- ✓ Establecer el valor de la empresa y su posición en el mercado con el fin de generar estrategias que le permitan a sus administradores proyectar su crecimiento a futuro.
- ✓ Proporcionar a los directivos mecanismos financieros que le sirvan como herramienta para una adecuada toma de decisiones las cuales estén encaminadas a la optimización de los recursos y a la generación de rentabilidades adecuadas, dentro de las expectativas de los propietarios.

2.3. Marco referencial

2.3.1. Definición de Valoración de Empresas: El valor de una empresa se deriva de la habilidad de ésta para generar “cash flow” en el que se basa el retorno sobre una inversión. (COPELAND, 1994)

En el marco de la economía moderna globalizada y el nuevo entorno competitivo, se presenta como un requerimiento organizacional y estratégico en la condición actual, el involucrarse con los conceptos amplios de valoración de empresas y el tema de creación de valor, que en conjunto es cada día más necesaria, debido fundamentalmente a la toma de decisiones ordenadas que involucran a los ejecutivos no solo en la dimensión empresarial, sino además en la estructura del negocio, selección de inversiones y obtención de financiación apropiada y al menor coste para éstas, entre otras.

Al valorar una empresa se procura fijar un proceso de intervalo de valores moderados dentro del cual estará circunscrito el valor categórico. Se trata entonces de determinar el valor específico propio de un negocio y no su cuantía de mercado, ni por supuesto, su monto económico. El valor no es un hecho real ya que maneja variables subjetivas, dadas en gran parte por la veracidad, el acceso a la información financiera y la combinación y concertación de una serie de razonamientos y proyecciones que permitan estimar el intervalo antes mencionado, de tal forma que proporciona un concepto de opinión y una proximidad a su realidad.

La valoración de una empresa es una acción técnica que requiere de unos conocimientos previos de distintas áreas como son la financiera-contable, de mercados, económica y estadística, de tal forma que respondan a ciertos interrogantes, como: ¿qué se está ejecutando, misión-

visión?, ¿por qué se está valorando y en cumplimiento de unos objetivos?, ¿hacia qué y para quién se está valorando?.

La contabilidad tradicional y las finanzas corporativas, han determinado un sistema de medición estandarizado mediante unos indicadores, usualmente utilizados en su análisis de gestión y actividad en la organización, a lo cual, la gerencia moderna ante la evolución, dinámica y avances de la actividad empresarial deberá precisar formalmente en indicadores de valor económico agregado y maximización del valor de la empresa, fundamentado como el principal objetivo para realizar su análisis pertinente comparativamente y periódicamente, cabe resaltar que el tema de valoración de empresas puede establecer unos propósitos diferentes a la medición de la gestión gerencial directiva.

En el mercado financiero y el mundo de los negocios en general es muy usual en la actualidad, el deseo o la necesidad de conocer el valor de una empresa, la réplica a esta necesidad no es fácil de determinar hoy en día, cuando el valor de las empresas está dado más por factores y activos intangibles que por los propios activos tangibles que posee. Hace algunos años era sencillo establecer su valor en el mercado, ya que éste estaba representado básicamente por los bienes materiales que poseía más otros activos como las licencias, concesiones o patentes adquiridas valoradas a costes de mercado; toda esta información se extraía fácilmente de los estados financieros, terminada con los indicadores financieros y económicos, por lo que era fácil y rápido establecer su valor en cualquier momento.

La literatura existente ha relacionado siempre el valor de la empresa con cuatro temas fundamentales: los objetivos de la empresa, la estructura financiera, la política de dividendos y, más recientemente, el tamaño. "La Economía Financiera es la pretendida Ciencia del Valor". (MARTIN MARIN, 2000). La importancia de esta actividad radica en su capacidad para medir

la gestión y perspectivas futuras de las compañías, así como la generación de valor para sus accionistas (EUMED.NET, 2016).”

Se puede definir la valoración de empresas como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma, susceptible de ser valorada.

Finalmente, no existe una técnica única para realizar la valoración de empresas y este ejercicio solicita del analista un amplio conocimiento de las técnicas analíticas, las variables macroeconómicas de los mercados en los que opera el negocio, la situación actual y perspectivas futuras de la empresa en cuanto a productos o servicios, ciclo de vida por el que atraviesan, estructura organizacional interna, capacidad de gestión de la alta dirección, incidencia y participación de los accionistas o propietarios, innovación tecnológica, se observa entonces que la valoración de empresas reviste de cierta complejidad, lo que provoca la obtención de unos resultados sujetos a incertidumbre y a cierto grado de inexactitud.

2.3.2. Objetivos de la valoración de empresas: (RICO E, 2003) De acuerdo con los diferentes estudios que se han realizado sobre el tema, existen numerosas razones por las que se hace necesaria la valoración de una empresa; intereses marcados de acuerdo a un escenario en relación a los objetivos y requerimientos que se tengan, desde la creación de valor futuro para los propietarios, inversionistas, entidades financieras, proveedores y clientes, hasta observar, medir y analizar la gestión para la alta gerencia, garantizando la supervivencia de la organización. Por consiguiente en la valoración de una empresa se pueden procurar distintos objetivos:

2.3.2.1. Como instrumento estratégico de medición y gestión de resultados. En el meridiano organizacional los indicadores respecto a la gestión gerencial y de resultados, literalmente independientemente de la rentabilidad, está dada por la valorización, la cual es retroalimentada mediante un seguimiento periódico, hecho que le permitirá al gestor proyectar planes, objetivos y estrategias en el tiempo, las cuales serán evaluadas permanentemente para continuar concluyendo acciones de mejoras que permitan realizar las correcciones y generar los mejores resultados.

2.3.2.2. Para ofertar en la bolsa de valores o banca de inversión. Para las empresas que cotizan en bolsa el valor intrínseco está dado por la sumatoria del valor de sus acciones en su totalidad. Ahora bien, las empresas que desean cotizar en bolsa, para posibilitar su ingreso a posibles inversionistas e incluso en la obtención de nuevos recursos para su crecimiento y expansión, han de tener una valoración actualizada que se derive de técnicas y métodos generalmente utilizados, la cual servirá de base para posibles inversores, quienes estudiarán si su inversión gozará de un valor mayor, de acuerdo a las expectativas de su capital aportado y minimizando el riesgo.

2.3.2.3. Emisión y adquisición de acciones. Para la emisión o adquisición de acciones, tanto el comprador como el emisor deberán conocer la valoración para soportar su transacción en forma fiable y de acuerdo a los escenarios que circunscriben en el mercado.

2.3.2.4. Para fusiones. Las fusiones entre empresas del mismo sector, encaminan sus logros a resultados administrativos, disminución de costes, de mejor aprovechamiento del

mercado, de maximización de la utilidad. Según la valorización de cada una de ellas, por lo general en la fluctuación de sus flujos de caja, será la participación y dinamismo en la empresa resultante.

2.3.2.5. *Solicitud y obtención de recursos financieros de terceros.* Para los requerimientos de recursos financieros de terceros, las entidades crediticias en su rigor, soportan su crédito a la capacidad de la organización en generar recursos, en el corto, mediano y largo plazo, como garantía suficiente y calificación de riesgo para el pago periódico y gradual de los intereses y amortización de la deuda solicitada, de tal forma entonces, que la valoración de la empresa determina estos flujos de caja vislumbrando con la mayor exactitud los valores referentes a la estructura de capital y sus pronósticos de flujo de efectivo o tesorería futuros.

2.3.2.6. *Para la emisión o adquisición de títulos valores avalados por la empresa.* No siempre las empresas contestan a la solicitud de los requerimientos de recursos con entidades financieras o al aumento de su estructura de capital y propiedad en la parte del endeudamiento, optando por la opción de la emisión de títulos valores avalados por la empresa, entre otros por las ventajas comparativas como lo es el costo de capital. De ahí, que la valoración de la empresa soporta en su técnica y en sus valores económicos de la inversión que se realice en la entidad.

2.3.3. Metodologías que se utilizan en la valoración de empresas: Existen diversos métodos de valoración que se han utilizado a lo largo del tiempo en diferentes circunstancias, cada método presenta un riesgo propio de error, de ahí que los analistas para disminuir el grado de riesgo de desvío, toman otro o varios métodos obteniendo diversos escenarios dentro de un

contexto para lograr una valoración más ajustada. En la actualidad, un número definido de metodologías son las generalmente aceptadas y consideradas como los mejores enfoques para estimar el valor de una compañía. (FERNANDEZ, 2013)

Estos métodos varían en su forma de trabajo y objetivos, con sus correspondientes ventajas y desventajas en su aplicación. En los siguientes apartes del trabajo, expondremos de una manera práctica, sencilla y resumida los enfoques más universalmente usados y analizados para valorar empresas, que son:

2.3.3.1. Métodos clásicos

2.3.3.1.1. Del Valor sustancial. El valor sustancial de una empresa es considerado como la diferencia entre el activo y el pasivo exigible a valor de mercado, en resumen, es el valor teórico contable teniendo en cuenta los ajustes, actualizado también a valor de mercado.

El valor sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, autónomamente de la forma en que estén financiados, No se consideran los bienes no operativos ni la estructura financiera de la empresa.

El método representa la inversión que debería efectuarse para construir una empresa en idénticas condiciones. Normalmente se considera el valor sustancial como el valor mínimo de la empresa.

Fórmulas:

Valor sustancial bruto = Activos operativos totales

Valor sustancial neto = Activos operacionales totales- Pasivos

Es considerado un método estático por cuanto considera la situación actual de la empresa, sin expectativas futuras.

2.3.3.1.2. Beneficios descontados. Este método se encauza en la utilidad, consiste en calcular los flujos de liquidez o caja futuros ajustados según su valor en el tiempo, descontados a una tasa que personifique el costo de oportunidad de obtención del capital utilizado. El valor total de la empresa se expresa del valor actual de los flujos de fondos dentro del período de pronóstico más un valor de continuación que represente los fondos de liquidez después del período del pronóstico.

Este método puede ser muy detallado o muy general, dependiendo como se pronostique los beneficios.

Fórmula:

Valor de la empresa = Suma (Beneficios esperados/ tasa de riesgo del capital social) $VE = U/r$, donde:

VE: Valor de la empresa U: Utilidad de la empresa

r: Interés que los inversionistas o accionistas esperan del negocio

Si suponemos que la empresa tiene un crecimiento de beneficios constantes (g), la formula cambiaria a:

Valor de la empresa = Suma (Beneficios esperados/ tasa de riesgo del capital social – crecimiento de beneficios constante g)

$VE = U/r - g$, donde:

U: Utilidad

r: Interés que los inversionistas o accionistas esperan del negocio g: Crecimiento de beneficios constante

Existen dos alternativas al pronosticar: a). Se desarrolla un pronóstico muy detallado período por período, lo cual finalmente da un resultado de mayor exactitud, o b). Se detallan beneficios a perpetuidad constantes.

En este caso de perpetuidad se puede crear un escenario de ganancias futuras o tomar los beneficios pasados y suponer que el futuro sea igual. Por lo general se hace una combinación de los dos métodos. Para los primeros 3 ó 5 años se hace un pronóstico muy exacto y para el futuro se calcula un beneficio a perpetuidad. Se debe ser cuidadoso en los cálculos de los escenarios futuros por la incertidumbre para evitar un alto grado de riesgo de error.

2.3.3.2. *Métodos mixtos*

2.3.3.2.1. *Valor medio.* El valor medio es una composición estructural entre el método del valor sustancial y el método de beneficios descontados, el cual admite un valor presente y un valor futuro, o sea, un valor estático y dinámico de la empresa, donde el valor estático es el valor sustancial neto en caso de su venta por separado, siendo el valor dinámico los resultados creados por la empresa mayores al costo de los fondos propios.

De tal forma, que su valor de beneficios descontados es un valor máximo en su valoración, con una connotación en el período de tiempo del pronóstico en su exactitud.

2.3.3.3. *Nuevos métodos de valoración:* Estos métodos están basados en la perspectiva de los resultados futuros que se esperan generar a través de la estimación de los flujos de sus fondos futuros, flujos de fondos que se descontaran a una tasa en situación del riesgo que conlleve la inversión. (FERNANDEZ, 2013)

Se basan en la búsqueda permanente del valor de la empresa, son considerados los más correctos y de mayor aplicación universalmente, por cuanto su fundamento lo contemplan en los activos actuales y las oportunidades de crecimiento futuras, teniendo en cuenta el riesgo de la obtención de los flujos de caja futuros identificando los factores que crean valor, con base en hipótesis sobre el futuro de la empresa.

2.3.3.3.1. Método del descuento de flujos de caja (DCF). Considerado por los estudiosos del tema, como el método más consistente y único conceptualmente desde el punto de vista de análisis financiero, su utilización es amplia, genera una dinámica general ya que toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo evaluando los resultados de las variables utilizadas como consecuencia de sus rendimientos y comportamientos futuros, debido a los pronósticos tenidos en cuenta en las proyecciones e hipótesis y expectativas de crecimiento a largo plazo, cabe resaltar la importancia de su procedimiento en la parte de la subjetividad de los datos de entrada debido a que pueden ser muy sensibles en su aplicación.

En síntesis, este método se expresa como la sumatoria de los flujos de caja actualizados de previsión explícito más el valor residual actualizado. (VELEZ PAREJA, 2001)

Por ser este método el utilizado para la valoración en la investigación objetivo de la tesis y en concordancia con su complejidad y utilización universal, detallaremos brevemente su metodología de aplicación explicando sus componentes fundamentales:

- **Flujo de caja libre:** se calcula de la siguiente forma:

Fórmula:
Ventas
Costo de Ventas
= UTILIDAD BRUTA
Menos (-) Gastos de ventas y/o administración
Mas (+) Otros ingresos Menos (-) Otros egresos
= UTILIDAD OPERATIVA
Menos (-) Impuestos
= UTILIDAD NETA
Mas (+) Depreciaciones y Amortizaciones de activos diferidos
Mas (+) Intereses
= FLUJO DE CAJA BRUTO
Menos (-) Aumento del KTNO
Menos (-) Aumento de activos fijos para reposición
= FLUJO DE CAJA LIBRE

Normalmente se realiza un pronóstico proyectado de 5 a 10 años a partir de la fecha de su valoración, dependiendo de la información de datos que se tengan y que se utilicen para su elaboración.

Al analizar estos pronósticos y proyecciones se deberán tener en cuenta aspectos como:

- Las consideraciones proyectadas de su crecimiento en sus rubros, las cuales deberán ser objetivas y ajustadas al contexto real y posibles potencialidades futuras en el radio de acción de

su competencia. Se trata entonces de reducir el impacto de la incertidumbre en las estimaciones de los flujos de caja futuros.

➤ Las proyecciones para estimar la tasa de retorno deberán ser ajustadas a una situación de realidad dentro de un contexto y enfoque a los resultados pasados y sus posibles efectos futuros, es importante analizar la predicción de otros analistas.

➤ El cálculo de la tasa de inflación proyectada en periodos debe estar en correlación con las expectativas del mercado.

- **Coste de capital:** Al terminar el proceso de datos estimados y utilizados en desarrollo de la valoración, se procede al cálculo de los flujos de caja libre estimados para cada uno de los períodos, se estima su valor actual a través de la tasa aplicada para actualizar o descontar los flujos de caja futuros, teniendo en cuenta el riesgo de la empresa, la inflación y el apalancamiento financiero.

El coste de capital para los flujos de caja libre está determinado por dos grandes grupos en la estructura de capital:

➤ El coste de capital facilitado por los accionistas o dueños de la empresa, los cuales exigen una rentabilidad de sus fondos y el coste de capital proveído por los acreedores financieros de la empresa, los cuales obtendrían un rendimiento tasado en interés por sus recursos en calidad de prestamistas.

- **Horizonte temporal de la valoración:** Es el número de períodos que se tiene para evaluar la empresa, este horizonte está marcado por dos períodos de tiempo diferentes, donde el

primero conocido como período proyectado explícito que oscila entre 5 y 10 años, estabilizando las inversiones. El segundo período denominado terminal o residual que se extiende después del período explícito, siendo ilimitado, determinan su valor residual.

- **Valor residual:** Es el valor imputado a la empresa a partir de la terminación del período proyectado explícito, definido como una renta perpetua o infinita.

Su cálculo se determina actualizando los flujos de caja esperados a partir de la terminación del horizonte temporal.

Fórmula:

$$VR = (FC * (1-g)) / (k-g)$$

Siendo:

VR: Valor Residual

FC: Flujo del último año proyectado

g: Crecimiento del flujo a partir del año n

k: Tasa de actualización

De tal forma que podemos definir el valor de una empresa como:

$$VE = CF_1 / (1+k) + CF_2 / (1+k)^2 + \dots + (CF_n + VR_n) / (1+k)^n$$

Siendo:

VE: Valor de la empresa

CF: Flujos de fondos generados en dicho período

VR: Valor residual de la empresa en el año n

k: Tasa de descuento

2.3.3.3.2. *Valor económico agregado (EVA)*. En la economía moderna ante la globalización de los mercados y como consecuencia del ingreso de nuevos competidores, además de las crisis financieras; hacen de la empresa y de la alta gerencia, la utilización de una herramienta empresarial; el Valor Económico Agregado (EVA) y la gerencia del valor, en la obtención de dos condiciones, siendo la primera maximizar las utilidades o excedentes, es decir, cumplen con las expectativas generando un retorno de la inversión de los accionistas mayor al costo de capital; la segunda maximizar el precio de las acciones para sus propietarios, para las empresas que cotizan en bolsa, lo cual es una medida de desempeño financiero, de hecho entonces, el EVA nos permitirá además de valorar la empresa, servir de mecanismo de control para la verificación de la generación de valor. (GARCIA, 2016)

De tal forma, que compara el rendimiento obtenido (ROIC), con el costo de capital promedio (WACC).

Fórmula:

$$\text{ROIC} = \text{UODI} / \text{IC}$$

Siendo:

ROIC: Rentabilidad operativa sobre el capital invertido

UODI: Utilidad operativa después de impuestos.

Entonces:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{IC}$$

Donde:

EVA= Valor Económico agregado

WACC: Costo de capital promedio

Se observa entonces, que el EVA, bajo estos parámetros alcanza valores positivos, genera valor o por el contrario es negativo destruye valor. De ahí que se constituye, como lo habíamos manifestado, en una herramienta empresarial y gerencial fundamental para la planeación estratégica, toma de decisiones, control y evaluación de la gestión; así mismo advierte de cómo destinar o invertir los recursos financieros de la empresa, a aquellos inductores de valor que dinamizan dicha generación. (AMAT, 2000)

2.3.3.3.3. Método de opciones reales. Existe una opción real cuando se presenta la posibilidad de actuar en el futuro sistemáticamente para crear valor a través de decisiones estratégicas, entre otras, como fusiones y adquisiciones de inversiones etc.

Las opciones reales son decisivas para la caracterización de diferentes vías hacia decisiones de inversión o proyectos con altos niveles de incertidumbre en las condiciones del negocio, de hecho valorar cada opción se presenta en términos de viabilidad y objetividad financiera, las cuales se deben priorizar basados en métodos cualitativos y así, razonar en el tiempo el momento ventajoso para ejecutar la inversión (expansión, abandono, crecimiento, etc.); direccionando las opciones existentes y en desarrollo con el objetivo de maximizar el valor de la empresa.

2.3.4. Definición de Gerencia Basada en el Valor (gv): Es una cadena de procesos que permiten la distribución del personal de la alta dirección con el direccionamiento estratégico de la empresa, de tal forma, que las decisiones que se propendan dinamicen el permanente aumento del valor de la empresa.

Las herramientas o enfoques gerenciales relevantes en las teorías de la administración y las finanzas de los últimos años, se han convertido en la práctica, en el interés de su objetivo básico financiero como lo es, la generación de valor para los inversionistas o propietarios de la empresa a través de los demás objetivos que fundamentan la organización.

El temor latente de los administradores de turno por los resultados y gestión empresarial, ha generado de hecho una firme preocupación por la generación de valor y en consecuencia por la gerencia del valor y su utilización en la valoración de empresas, que permitan observar su efecto sobre el patrimonio de los propietarios.

De ahí pues, como lo comentábamos anteriormente, la globalización de los mercados y por ende el flujo de grandes capitales, el ingreso de nuevos competidores, consecuencia de la apertura, además de las crisis financieras, la necesidad de blindaje para la empresas por medio del control y la evaluación del desempeño, hacen del día a día la demanda de réplica, del alto desempeño la generación de valor, para garantizar la supervivencia, la sostenibilidad y crecimiento de la organización.

De tal forma entonces que, aumentar permanente la riqueza es el objetivo fundamental de toda empresa, independiente de su tamaño, sector o naturaleza. (MARTIN, 2000)

2.3.4.1. Sistema de creación de valor: Crear valor en una empresa significa tomar decisiones por parte de la alta gerencia de forma acertada que se irradian a través de alternativas como: direccionamiento estratégico, la gestión financiera y el talento humano, una vez se institucionalicen generan una rentabilidad mayor a la de los costos de recursos utilizados.

Alternativas, anteriormente mencionadas, que congregan procesos y que forman la integridad del sistema de creación de valor, cuyo fundamento está en garantizar su cultura

organizacional y misional.

Bajo este contexto entonces, adentrémonos al estudio de los procesos que hacen parte del sistema de creación de valor y que es aplicable a cualquier tipo de empresa, las dificultades que se presenten en las empresas para su implantación varían de acuerdo a los factores tan diversos como, el apoyo de la alta gerencia incluyendo juntas directivas, la cultura organizacional existente, los problemas técnicos y tecnológicos para medir la creación de valor, el sistema de control y el seguimiento de la gestión vigente, entre otras. (GARCIA S, 2009)

✓ **El direccionamiento estratégico:** como identifica para su implementación dos procesos para el logro del sistema de creación de valor, siendo el primero de ellos: La adopción de la mentalidad estratégica; como mecanismo para generar cultura de la creación de valor con enfoque de futuro, siendo el resultado el valor de éxito en las estrategias de la empresa, que se basan en el diagnóstico mismo, estratégico y financiero. El segundo de los procesos, tiene que ver con la implementación de la estrategia, que basa su fundamento en el dinamismo de las actividades a desarrollar logística y operativamente, en concordancia a las políticas de la alta dirección. Se trata entonces, de desarrollar estrategias de corto y largo plazo para maximizar el valor.

✓ **La gestión financiera,** en su contenido congrega cuatro procesos, a saber:

- ***Gestión de los inductores de valor:*** Alfred Rappaport define siete inductores financieros de creación de valor a saber (RAPPAPORT, 1998):

- Ebit (Beneficios antes de intereses e impuestos).
- Tasa impositiva (T).
- Coste de capital (WACC).
- Inversiones incrementales en activos fijos (AF).
- Inversiones incrementales en necesidades operativas de fondos (NOF).
- Crecimiento de la cifra del negocio (cn).
- Período de sostenibilidad o ventaja comparativa (o período de creación de valor).

Inductores básicos para la alta gerencia en los alcances de la toma de decisiones, se trata entonces de asociar cuál de estas variables están asociadas directa o indirectamente con la operatividad de la empresa, para seguidamente a través de los niveles jerárquicos de la empresa, alinear sus decisiones hacia el logro de mejoramiento de estos inductores.

A grosso modo, podríamos traducir la estrategia, en metas de corto y largo plazo, con un enfoque en los principales inductores de valor procurándoles su crecimiento.

- **Gestión de los microinductores de valor:** En desarrollo del proceso contenido en la función financiera, congrega los sistemas de medición y resultados con base en sus indicadores de gestión y desempeño, que permiten observar su comportamiento para enfrentar las condiciones del mercado y sus competidores.

- **Valorar la empresa:** Definida como un ejercicio de planificación y estrategia de futuro, para determinar su valor de estimación en su crecimiento o disminución, en esta etapa muestra la forma de cómo se dinamiza la creación de valor en la empresa en el enfoque del

direccionamiento estratégico y la gestión financiera, lo que nos muestra además, los requerimientos operativos en la aplicación de estrategias de acuerdo al objeto de la valoración, determinando la información necesaria para sus proyecciones y aplicación de uno de los métodos de valoración.

- **Monitorear el valor:** Se refiere este proceso a la adopción de mecanismos al monitoreo y control de los resultados que se incorporan al valor agregado, es decir la utilización de indicadores financieros, para los cuales, al definirlos, se les deberán diligenciar procedimientos y periodicidad de cálculo.

✓ **La gestión del talento humano:** Que contienen dos procesos, a saber:

- **Educar, entrenar y comunicar:** Es la forma de capacitación, manejo y comunicación de las decisiones de la alta gerencia enmarcadas en la creación de valor, fundamentadas en los conceptos de afecto, sentido de pertenencia, auto estímulo, continuidad permanente, cultura, compromiso, etc.

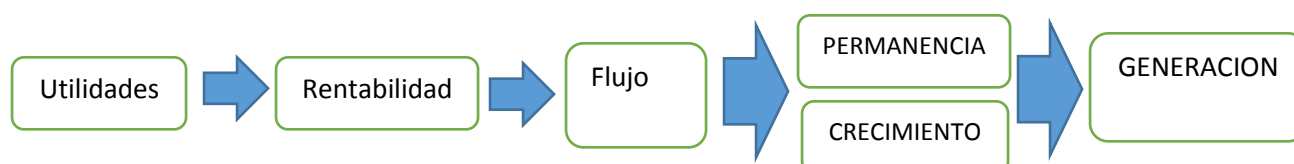
- **Compensación por resultados asociados con la creación de valor:** Se refiere este proceso al diseño de un plan en los incentivos procurando el objetivo y las metas trazadas, ajustado a indicadores de desempeño organizacional, asociados a la creación de valor; su articulación se desprende de la alta gerencia en concertación con los propietarios de la empresa.

Es importante destacar que, en la práctica, se deberá trabajar simultáneamente en la implementación de los diferentes procesos teniendo en cuenta la realidad de la empresa y su

sector.

La gestión orientada al valor, es una filosofía de creación de valor, de comunicación, de participación de toda la organización, de medición y control, que debe contagiar a todos los niveles de la empresa, debiendo ser consistente con la misión, visión y los objetivos estratégicos de la organización. (GARCIA S, 2009)

- **Secuencia de la Generación de Valor:**



2.4. Diagnóstico Financiero

2.4.1. Análisis Cualitativo

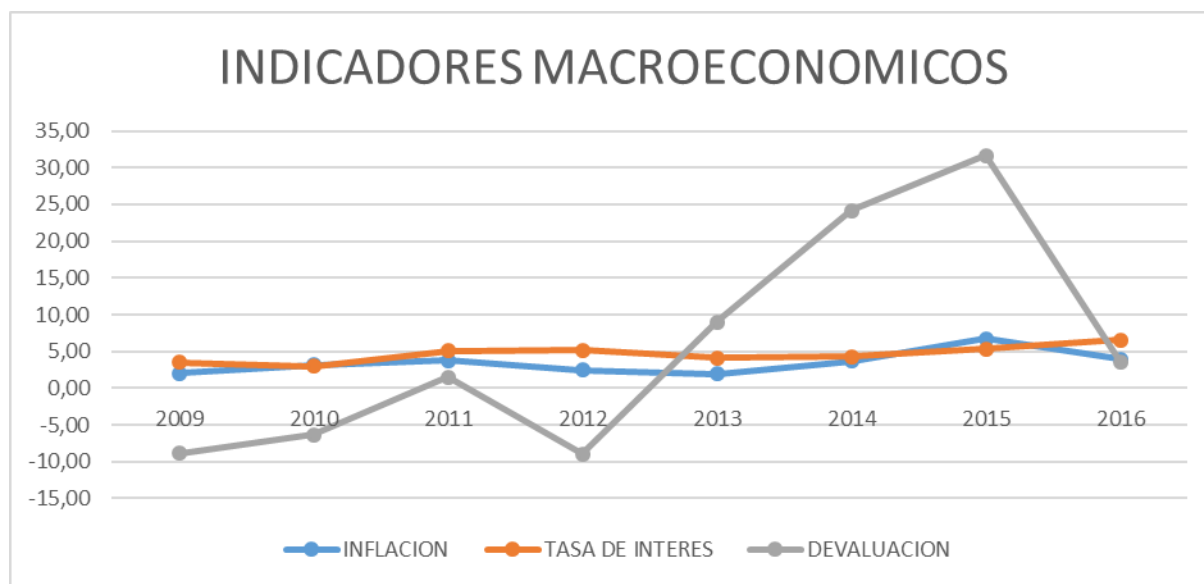
2.4.1.1. Entorno Económico: El crecimiento de la economía en Colombia expresado en Producto Interno Bruto PIB ha sido aceptable durante los últimos 6 años. El año 2009 tuvo un crecimiento bajo influenciado por la crisis económica de los países desarrollados. Para los años 2012, 2013 y 2014 los resultados fueron satisfactorios como efecto de la dinámica de consumo y la inversión. El año 2015 presentó un crecimiento bajo debido al contexto económico mundial por la baja de los precios del petróleo sumado a la incentivación de la demanda interna, para el año 2016 se espera que el crecimiento este en el 2.6%.

La inflación durante los últimos 6 años ha estado en los rangos presupuestados por el Banco de la República, mostrando la tasa más baja en el año 2013 con un 1.9% y la más alta en el año 2015 con el 6.77%. La proyección para el año 2016 es del 3.9%.

Las tasas de interés ha estado en rangos del 3% como más baja en 2010 al 5.3% como más alta en el año 2015, debido a las medidas del gobierno a la política monetaria. Para el año 2016 se proyecta en 6.54%.

El precio del dólar frente al peso colombiano hasta el 2012 mostraba una tendencia de revaluación, sin embargo para los últimos tres años presento una devaluación significativa pasando en el 2013 del 8.9% al 24.3% para el año 2014 y al 31.64% para el año 2015. La proyección para el año 2016 es del 3.57%.

Gráfico 5. Indicadores Macroeconómicos



Fuente: Cifras provenientes del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Fuente: Banco de la República, Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales, Mesa de Dinero

2.4.1.2. Industria / Sector Muebles: El sector de muebles al cual pertenece la empresa FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA, presenta un panorama no muy alentador ya que desde el año 2011 muestra una caída en el crecimiento pasando en 5 años del 8.2% al -0.4%, para el año 2015 el crecimiento fue del 1.6% y el PIB proyectado del sector muebles para el año 2016 es de 1.5%.

El análisis de la competencia se realiza con base en información del año 2014 cuya fuente es la Superintendencia de Sociedades y abarca un total de 35 empresas del sector. A continuación se presenta comparativo de los estados financieros Balance General y Estado de Resultados del promedio de las empresas incluidas en el análisis Vs los de Flaminio Angulo y Cía. Ltda. Las cifras se presentan en miles de pesos.

El comparativo del Estado de Resultados muestra un sector golpeado por la globalización y apertura de mercados, donde la principal competencia se encuentra en las importaciones de países orientales con mala calidad de productos y cuyos costos bajos reflejan esta calidad.

Tabla 5. Estado de Resultados Peer Group

ESTADO DE RESULTADOS	PEER GROUP	FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA
	2014	2014
Ventas	23,465,091	3,371,739
Costo de Ventas	16,992,843	1,842,999
Utilidad Bruta	6,472,249	1,528,740
Gastos de Ventas	3,351,614	410,364
Gastos Administrativos	2,034,949	569,711
Utilidad Operacional	1,085,686	548,665
Otros Ingresos	1,592,484	8,696
Otros Egresos	1,392,944	84,103
Utilidad Antes de Impuestos	1,285,226	473,258
Impuesto de Renta y Complementarios	464,271	179,178
Impuestos Utilidad Neta	820,955	294,080

Fuente: Estados Financieros Supersociedades. Cálculos Propios

Tabla 6. Balance General Peer Group

BALANCE GENERAL	PEER GROUP	FLAMINIO ANGULO
	2014	2014
ACTIVO		
Disponible	988,053	204,423
Inversiones temporales	440,430	14,029
Cuentas por cobrar (clientes)	4,917,840	116,987
Otras Cuentas por cobrar	2,437,395	213,004
Inventarios	4,379,548	379,454
Otros activos corrientes	414,578	0
Total Activo corriente	13,577,842	927,897
Inversiones	323,792	
Activo fijo Neto	2,686,834	1,249,030
Otros Activos no corrientes	2,021,535	
Valorizaciones	4,608,171	490,212
Total Activo No corriente	9,640,332	1,739,242
TOTAL ACTIVOS	23,218,174	2,667,139
PASIVO		
Crédito de tesorería	2,211,975	169,780
Cuentas por pagar (proveedores)	2,587,492	259,456
Cuentas por Pagar corto plazo	1,748,331	291,925
Impuestos por pagar	788,341	64,038
Obligaciones Laborales		
Otros pasivos corrientes	1,383,384	
Total pasivo corriente	8,719,524	785,199
Obligaciones financieras largo plazo	2,650,620	0
Cuentas por pagar (proveedores)	57,143	0
Cuentas por Pagar corto plazo	391,785	0
Obligaciones Laborales	603	0
Otros pasivos corrientes	911,690	0
Total pasivo no corriente	4,011,841	0
TOTAL PASIVOS	12,731,366	785,199
PATRIMONIO		
Capital	921,643	200,000
Superávit de Capital	1,078,749	
Reserva Legal	687,105	130,485
Revalorización	930,382	
Utilidad del Ejercicio	820,955	294,080
Utilidades Acumuladas	1,493,306	767,163
Superávit por Valorizaciones	4,554,669	490,212
TOTAL PATRIMONIO	10,486,809	1,881,940
PASIVO Y PATRIMONIO	23,218,174	2,667,139

Fuente: Estados Financieros Supersociedades. Cálculos propios

El sector de muebles, presenta un panorama no muy alentador ya que desde el año 2011 muestra una caída en el crecimiento pasando en 5 años del 8.2% al -0.4%; para el año 2015 el crecimiento fue del 1.6%.

Comparando algunos inductores de valor entre la competencia y los de FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., se observa que a pesar de que los indicadores de la empresa son mejores, no son los óptimos y que estos mismos inductores para el año 2015 desmejoran considerablemente.

Tabla 7. Inductores Peer Group

INDUCTORES	PEER GROUP	FLAMINIO ANGULO
	2014	2014
Ventas	23,465,091	3,371,739
ROE	8%	16%
MARGEN OPERACIONAL	5%	16%
ROA	101%	126%
RENTABILIDAD DEL ACTIVO FIJO	873%	270%
ROTACION DE CARTERA	75	12
ROTACION DE INVENTARIOS	93	74
ROTACION DE PROVEEDORES	56	51

Fuente: Estados Financieros Supersociedades. Cálculos Propios

2.4.2. Análisis Cuantitativo: Los estados financieros analizados fueron preparados bajo los principios de contabilidad generalmente aceptados en Colombia. La revisoría fiscal fue adelantada por persona natural, quien en sus informes destaca la eficiencia y eficacia en la asegurabilidad de la información para el reconocimiento de los hechos económicos por parte de la entidad y el oportuno cumplimiento de la normatividad expedida por los entes reguladores en materia fiscal.

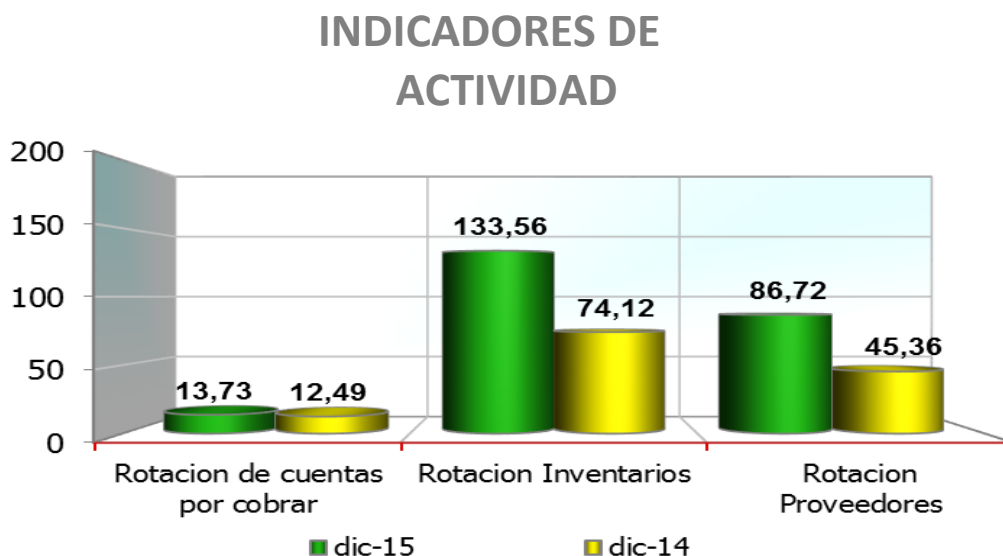
La información financiera disponible muestra en 2015 variaciones corrientes negativas en sus ingresos operacionales de 13.6% con relación al año anterior y un 31.8% menos que el año 2013, evidenciando grandes dificultades en la consecución de nuevos clientes que permitan sopesar la baja en las ventas a clientes tradicionales. Los porcentajes de rentabilidad presentaron disminución con relación al año anterior como sigue: Utilidad bruta: 22.84%, Utilidad operacional: 65,8% y Utilidad Neta: 60.2%. En el análisis vertical estas razones son como sigue: Utilidad bruta 40,49%, Utilidad operacional: 6,45%, Utilidad Neta: 4,2%.

La razón corriente es de 1,27 pesos. De acuerdo a este indicador la compañía por cada peso que tiene en deuda, posee 0,27 pesos adicionales como capital de trabajo para invertir en operaciones propias de su objeto social o para respaldar más créditos según tenga la necesidad o la posibilidad. El capital neto de trabajo es positivo y es de \$42.200.000.

Los indicadores de actividad muestran estabilidad en la rotación de cuentas por cobrar con 13 días en los últimos dos años.

La rotación de inventarios presenta un aumento pasando de 74 días en el 2014 a 134 días en el 2015, esto debido a un incremento en remisiones pendientes por facturar que al cierre del año 2015 fue de \$235.000.000 a costo, lo que quiere decir que se dejaron de facturar ingresos por aproximadamente \$395.000.000 afectando drásticamente el flujo de caja de la compañía.

La rotación de proveedores enseña un incremento importante pasando de 45 días en el 2014 a 87 días en el 2015, esto muestra que el flujo de caja de la compañía no ha sido bueno y por consiguiente ha tenido que apalancarse en los proveedores.

Gráfico 6. Indicadores de Actividad

Fuente: Estados Financieros Flaminio Angulo. Cálculos Propios

Con relación al análisis horizontal del estado de resultados tenemos que para el año 2015 las ventas disminuyeron en un 13,6%, con respecto a las ventas netas reportadas para el año 2014, y en el año 2014 disminuyeron en un 21,10%, frente a las ventas registradas para el año 2013. La utilidad operacional disminuyó en un 65,8%, en el año 2015 respecto al margen operacional logrado en el año 2014. En el año 2014 dicha utilidad operacional también disminuyó en un 27,2% respecto al margen obtenido en el año 2013.

Entre tanto la utilidad neta, en el año 2015 presentó una disminución de un 60,1%, frente al año 2014, en el año 2014 el margen neto presentó una disminución del 33,1% respecto a la utilidad neta alcanzada en el año 2013.

En lo relacionado con el análisis horizontal los activos totales aumentaron en el año 2015 en un 82,8% respecto al total de los activos registrados en el año 2014, debido a un ajuste por valorización de propiedad planta y equipo producto de avalúo técnico realizado en diciembre de 2014.

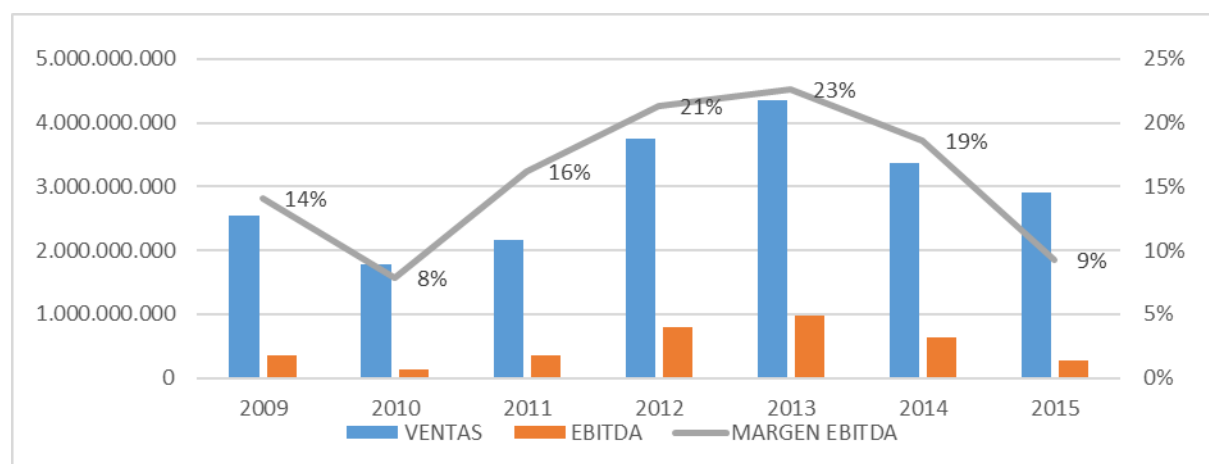
Al analizar los pasivos encontramos que estos aumentaron en el año 2015 en un 14.9% en comparación con los pasivos del año 2014

El patrimonio aumento en el año 2015 en un 111.1% respecto al total del patrimonio del año 2014, como contrapartida del ajuste de valorización realizado.

El nivel de endeudamiento total de la compañía es de 18.51%, este porcentaje no sobrepasa el índice financieramente aceptado (60%), lo que le da capacidad para respaldar con sus activos futuros negocios a plazos, ya que un equilibrado monto de su patrimonio bruto está comprometido con acreedores ya existentes. la concentración del endeudamiento en el corto plazo es de 79%, lo que indica que del total de sus pasivos; este porcentaje tiene una exigencia a un periodo menor a un año (365 días).

2.4.2.1. Estado de Resultados / Rentabilidad Ebitda

Gráfico 7. Estado de Resultados Vs Rentabilidad Ebitda



Fuente: Informes anuales Flaminio Angulo Ltda. Cálculos propios.

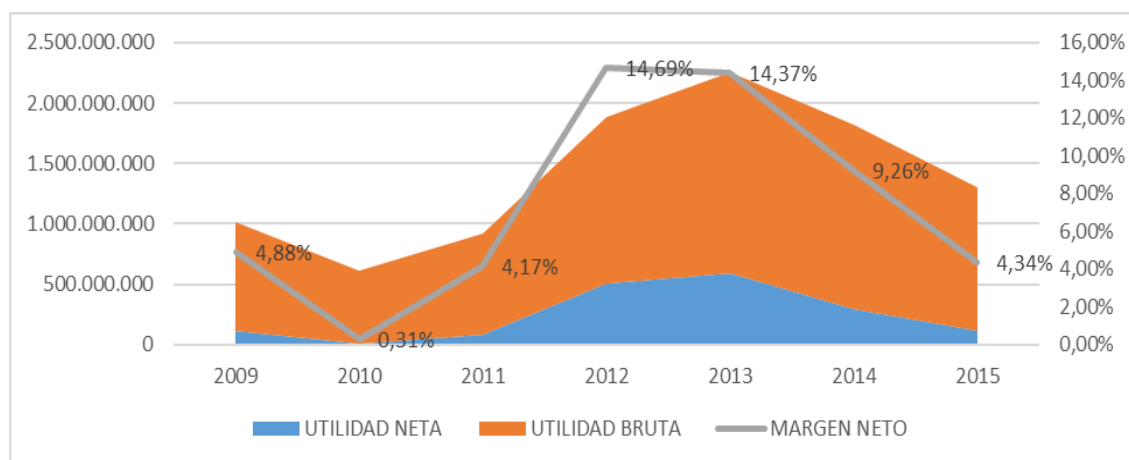
El EBITDA muestra un crecimiento promedio del 17% entre el año 2010 y 2013, como resultado de un crecimiento en la ventas totales (promedio: 12%), en esos mismos años que a su vez fue el resultado principalmente de las nuevas estrategias de conservación de clientes e inclusión de nuevos servicios postventas que lograron captar cinco nuevos clientes corporativos y aumentar el volumen de pedidos en un 45%.

Los años 2014 y 2015 no fueron buenos: El EBITDA disminuyó 72%, como resultado de un decrecimiento de ventas del 43%. Con respecto al margen EBITDA la entidad tiene un comportamiento desfavorable, ya que para 2015 el margen EBITDA es del 9% con relación al promedio de los años anteriores que fue del 16%.

De otro lado, el resultado neto de la empresa de los años 2010 a 2013 muestra una tendencia creciente por los incrementos en las ventas.

Para el año 2015, el margen neto fue del 4%, producto de la disminución en ventas. El resultado neto de la empresa durante los años de análisis muestra una tendencia de crecimiento de los años 2011 al 2013 y para el 2015 una disminución importante a causa de la baja en las ventas, donde el margen de rentabilidad pasa del 9.26% en el 2014 al 4.34% en el 2015.

Gráfico 8. Rentabilidad



Fuente: Estados Financieros Flaminio Angulo. Cálculos Propios

Las perspectivas para el año 2016 no son muy favorables toda vez que el principal cliente Banco de Bogotá presenta un estancamiento en su proceso de expansión con la apertura de nuevas sucursales en todo el territorio nacional, disminuyendo sus compras e incrementando los servicios de postventa y mantenimiento de su mobiliario actual.

El área comercial de la compañía por su parte, ha encaminado esfuerzos y ha desarrollado estrategias conducentes a la ampliación del portafolio de productos y servicios y a la consecución de nuevos clientes.

Dentro de los planes a desarrollar se encuentran:

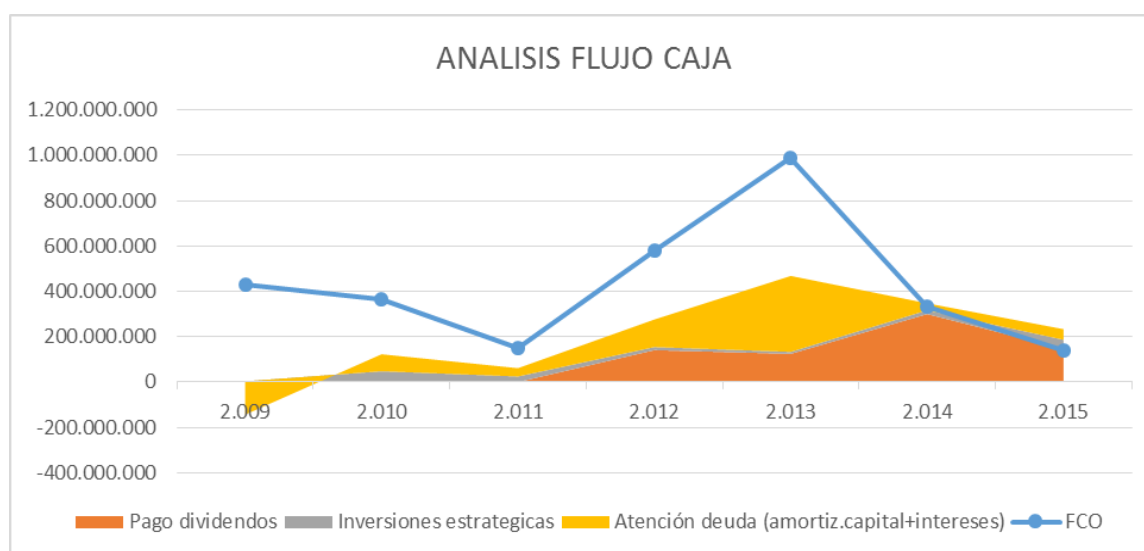
- ✓ Ampliación de la fuerza de ventas con la contratación de dos asesores más.
- ✓ Actualización y modernización de herramientas publicitarias (página web, folletos, catálogos, brochures, publicación en revistas del sector, entre otros).
- ✓ Inclusión en el programa TUTOR de mercadeo y ventas ofrecido por la Cámara de Comercio de Bogotá.

2.4.2.2. Flujo de Caja

El flujo de caja operacional presentó una tendencia descendente entre 2009 y 2011, como resultado de la disminución del EBITDA. Para los periodos 2012 y 2013, el EBITDA mostró un crecimiento de flujo, lo que permitió holgadamente la atención de la deuda contraída en años anteriores y el pago de dividendos. Durante el año 2015, se evidencia una desmejora significativa por la disminución del EBITDA y un mayor requerimiento de capital de trabajo, como resultado de una lenta rotación de inventarios, pasando de una antigüedad promedio de inventario de 75 a 135 días con respecto a 2014. Con respecto a las necesidades de la compañía, se recurrió a la

financiación con bancos para el pago de dividendos, lo cual demuestra que no se cuenta con una política de pago de dividendos acorde a las necesidades financieras de la compañía. La productividad del capital de trabajo (KTNO/VENTAS), que ha sido en promedio el 8%, aumento durante el año 2015 al 9% vs al año anterior que fue del 6%. La desmejora fue debido a la menor rotación del inventario aumentando su antigüedad promedio en 60 días con respecto al 2014.

Gráfico 9. Análisis Flujo de Caja



Fuente: Estados Financieros Flaminio Angulo. Cálculos Propios

Como podemos observar en la gráfica anterior la cobertura del flujo de caja operativo vs sus necesidades entre 2009 y 2013 ha sido buena ya que las necesidades en este periodo solo corresponden al 21%, para el año 2014 y 2015 muestra una desmejora significativa, por lo cual la empresa requirió financiación para atender sus necesidades, en especial para el año 2015 donde sus necesidades representaron el 159% del FCO. Este cambio se generó por la disminución del EBITDA y un inadecuado manejo de sus inventarios donde se acaparo una gran

cantidad de inventario por la incertidumbre generada por la devaluación del peso colombiano frente al dólar.

En cuanto a las necesidades de sus accionistas, los pagos de las participaciones realizadas en los años 2011 – 2013 representan solo un 15% en promedio, el pay out ratio no ha sido adecuado puesto que la distribución de utilidades a los socios se ha hecho con base en las utilidades del ejercicio y no con el FCO.

Las inversiones estratégicas no han sido significativas, lo cual se refleja en su 5% en promedio, por lo cual se puede afirmar que la compañía carece de nuevos proyectos que permitan un crecimiento sostenible y que solo se reponen los activos mínimos necesarios para la operación.

La atención de la deuda ha sido una necesidad importante de flujo de caja en la compañía para todos los años, representando en promedio el 17% del total de las necesidades. FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., recurrió a la financiación vía deuda para la compra de construcciones y edificaciones por un valor cercano a los \$1.200.000.000 y durante 2012 – 2013 \$300.000.000 para el pago de dividendos. La empresa espera tener un retorno de dicha inversión vía el incremento de ventas y disminución de costes por arrendamientos pagados.

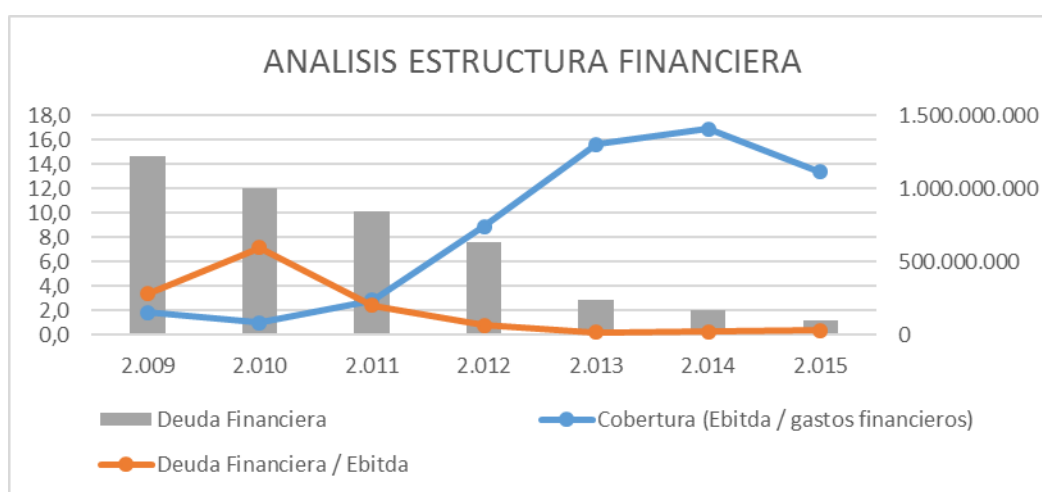
Con respecto a los dividendos, la reducción del FCO afectado en 2013-2015 por la baja en la ventas y necesidad de capital trabajo, ocasiono el endeudamiento para la generación de flujo para los accionistas, los cuales no recibieron participaciones entre 2009 y 2011.

Las necesidades no cubiertas por el flujo de caja operacional han sido financiadas en su mayoría con créditos de tesorería los cuales son cubiertos con excedentes que se generen dentro del periodo siguiente.

La deuda financiera disminuyó un 88% entre 2009 -2015, la disminución se debe al pago de créditos de largo plazo, ya que la amortización de dicho créditos ocasionaba un costo muy alto por los intereses pagados, las deudas de corto plazo también se amortizan rápidamente, ya que por políticas de la empresa los créditos se toman para un periodo de un año.

La principal fuente de financiación a Diciembre de 2015 fue 100% con créditos con entidades financieras locales, la empresa no cuenta con amplias fuentes de financiación, por lo cual al remitirse al mercado tiene desventaja en la negociación de tasa con dichas entidades.

Gráfico 10. Análisis Estructura Financiera



Fuente: Estados Financieros Flaminio Angulo. Cálculos Propios

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/intereses) en los últimos tres años ha sido favorable con un 15,3% en promedio, por los menores costos financieros ocasionados por el pago de deuda de largo plazo.

El indicador Deuda Vs EBITDA entre el periodo 2009 y 2011 muestra un alto nivel de deuda financiera de un 4,3% en promedio con una tendencia a la baja. Para el año 2012 en adelante muestra una mejora situándose en 0,4% en promedio. La mejora se debe a la destinación

de mayor flujo de caja que permitió el pago en 2014 de la deuda de Largo Plazo. El nivel de deuda es el adecuado, sin embargo el bajo nivel de EBITDA prevé una capacidad de endeudamiento baja en caso de solicitar créditos para la realización de proyectos estratégicos que permitan dar un parte de bienestar en las finanzas de la compañía.

2.5. Riesgos

2.5.1. Macroeconómicos y políticos: Están relacionados con el crecimiento de la economía, el sector industria manufacturero y especialmente con el sector de muebles.

Mitigación: la empresa ha buscado la diversificación de sus negocios a nivel nacional mediante la venta y prestación de servicios postventa a clientes como el Banco de Bogotá y Compensar.

2.5.2. Tasa de interés: Dado el nivel de deuda financiera la empresa está expuesta a variaciones en las tasas que afecten sus resultados.

Mitigación: la empresa establece cláusulas de prepago para beneficiarse de bajas en las tasas de interés.

2.5.3. Tasa de cambio: La empresa no realiza operaciones en moneda extranjera, sin embargo las variaciones de tipo de cambio pueden afectar de manera indirecta el flujo de caja y el balance de la empresa, ya que la empresa compra a proveedores locales productos importados.

Mitigación: la empresa realiza compra a los proveedores mediante negociaciones con listas de precios previamente establecidos sin importar las variaciones que se puedan presentar en la tasa de cambio.

2.5.4. Mercado: Este riesgo está relacionado con aspectos de la industria que pueden afectar los resultados operacionales de la empresa con el ingreso de nuevos competidores y/o productos importados de china a bajos costos.

Mitigación: Este riesgo no es controlable por la empresa, sin embargo puede mitigarse parcialmente por el reconocimiento de calidad en la fabricación y comercializados del producto.

2.5.5. Dependencia de personal clave: Por tratarse de una empresa familiar donde el fundador sigue ejerciendo como gerente, existe el riesgo en la continuidad del negocio en el momento de que este falte.

Mitigación: En la actualidad se está llevando a cabo la elaboración de protocolos de familia.

2.5.6. Dependencia de un solo segmento de negocio: La empresa tiene una dependencia importante, toda vez que el 88% de los ingresos provienen de las ventas realizadas a solo dos de sus clientes.

Mitigación: Con el fortalecimiento de la fuerza de ventas, implementación y desarrollo de nuevas estrategias de mercadeo y venta mediante la continua publicidad de permita la consecución de nuevos clientes.

2.5.7. Interrupciones de las actividades: Riesgo relacionado con la disponibilidad de materia prima, condiciones climáticas, huelgas en las empresas de transporte, fallas técnicas, fuego, explosiones u otros accidentes.

Mitigación. Estos riesgos no son controlables por la empresa y después de 50 años en el mercado no se ha presentado ninguna de estas situaciones, por otro lado la empresa cuenta con pólizas de seguros, las cuales pueden mitigar parcialmente estos riesgos.

2.5.8. Riesgo financiero: Relacionado con la posibilidad de incumplimiento de sus obligaciones financieras incluyendo los gastos financieros.

Mitigación: La empresa nunca ha incumplido la atención de la deuda. Actualmente, este riesgo está supeditado a un mejoramiento de los resultados operacionales con el fin de disminuir el nivel de endeudamiento.

3. Metodología

3.1. Entorno Económico

En Colombia el 96,4% de las empresas son Pymes, de las cuales el 70% son familiares. Estas empresas no cuentan con un modelo financiero que les permite una valoración constante y adecuada de sus empresas y sólo se realizan cuando sus dueños desean vender o capitalizar las mismas. Por lo anterior, se hace necesario crear una cultura de valor ya que los Estados Financieros por si solos no proporcionan las herramientas necesarias para la toma de decisiones en cuanto a operación, inversión y financiación.

Aspectos importantes a tener en cuenta para la valoración de una compañía, son los indicadores macro y microeconómicos, es decir conocer en qué forma afecta o influyen los indicadores y la economía del país, el sector y la competencia en la precio de una empresa. Entre los indicadores más relevantes se encuentran la inflación, la tasa de cambio, la tasa de interés, indicadores de crecimiento del sector y de la competencia.

3.2. Diagnóstico Financiero

Para la realización de este proyecto se hace necesaria la utilización de herramientas financieras como el diagnostico financiero, donde se tomaran los estados financieros de los últimos cinco años y mediante indicadores, inductores de valor y estadísticas, se analizará la situación actual de la compañía y se identifican tanto fortalezas como debilidades, que serán base para el ejercicio de valoración, las conclusiones y recomendaciones finales dirigidas a la generación de valor.

3.3. Planeación Financiera

La planeación tiene como objetivo establecer los objetivos que una empresa quiere alcanzar, con posterioridad al análisis de la misma. Estos objetivos se pueden alcanzar mediante el desarrollo de estrategias y tácticas por parte de la alta gerencia.

Con base en los indicadores producto del diagnóstico financiero, las estadísticas macroeconómicas, situación del sector y la competencia y los proyectos estratégicos de la

compañía, se realiza una planeación financiera, utilizando para esto una proyección a cinco años de los estados financieros.

3.4. Evaluación de Proyectos

Para la correcta asesoría en las entidades, con respecto al beneficio de incursionar en nuevos proyectos, como por ejemplo aumentar la producción, abrir nuevas líneas de producto, abrir nuevos puntos de venta, o abarcar nuevos mercados, es necesario evaluar cómo impacta financieramente el ente económico con estos nuevos proyectos, para finalmente tomar decisiones acertadas sobre la realización o no de nuevas inversiones.

La evaluación de proyectos definida como “un instrumento o herramienta que genera información, permitiendo emitir un juicio sobre la conveniencia y confiabilidad de la estimación preliminar del beneficio que genera el proyecto en estudio”, parte de la estimación de todos los ingresos que se percibirán con la nueva inversión, luego se procede asignar los costos y gastos necesarios para generación de ingresos como por ejemplo depreciaciones, amortizaciones, costo de ventas, costos del capital, para calcular el flujo de caja de operativo, es decir la cantidad de caja que se generaría en la realización de esa nueva operación.

Luego del cálculo del flujo de caja operativo se estima el flujo de la inversión neta, en el cual la compra de activos fijos, el capital de trabajo y la adquisición de préstamos, son fundamentales dentro del nuevo proyecto. Para el tema de activos fijos, este debe ser aprovechado en su máxima capacidad, lo cual contribuye a una mayor rentabilidad de la empresa; en el caso de capital de trabajo, se deben tener en cuenta las condiciones actuales del mercado, con el fin de otorgar plazos justos que generen fidelización de clientes, pero sin correr

el riesgo de destinar mayores recursos de los necesarios para la financiación de los mismo; en el tema de préstamos, se deben buscar diferentes entidades financieras que permitan generar opciones para minimizar el costo financiero.

Una vez calculado el flujo de operación y de inversión se necesita tener un valor residual el cual represente la continuidad del ente a través del tiempo. En este valor se tienen en cuenta las recuperaciones de activos, las recuperaciones de capital de trabajo y el valor de continuidad teniendo como referente las tasa de oportunidad del inversionista.

Después de realizar este proceso, se aplican las herramientas de evaluación al flujo neto de efectivo como se observa en la siguiente gráfica:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FLUJO NETO DE EFECTIVO	(224.366.688)	127.749.955	145.328.902	165.060.917	187.231.497	1.564.875.366

VPN	732.406.442
B/C	4,26
TIR	85,401%

Costos de oportunidad del 22%

En este ejemplo el valor presente neto de los flujos es positivo lo cual indica, que la empresa maximizara la inversión, caso contrario de un resultado negativo en el cual se generaría perdida de la inversión. La relación Beneficio-Costo determina el tiempo de recuperación de la inversión, entre más baja sea, será mejor para la compañía, ya que podrá destinar flujo de caja a otra inversión o atender las necesidad de la empresa.

Finalmente se obtiene la Tasa interna del retorno del proyecto, que al compararla con el costo de oportunidad del inversionista debe ser mayor, de lo contrario se destinaria los flujos a otras opciones de negocios que resultasen más atractivas.

3.5. Modelaje Financiero

El modelaje financiero consiste en relacionar cuantitativamente las variables económicas de un negocio a fin de poder predecir su desempeño futuro. Es un modelo o simplificación matemática que se realiza utilizando la herramienta de cálculo Excel.

El modelaje financiero permite proyectar y presentar el balance general, el estado de resultados y el flujo de caja de un negocio o proyecto y determinar su valor (VPN). Es una herramienta útil a los fines de preparar el presupuesto de la empresa, y para estimar el impacto que sobre los estados financieros y el desempeño del negocio que podría ocurrir cuando cambia alguna de las variables que forman parte del modelo, tales como los precios de venta, los impuestos, la tasa de interés de los financiamientos, los costos de las materias primas y la energía, el costo del personal, etc.

Para la realización del modelo se debe tener en cuenta el riesgo inherente en las variables sujetas a cambio, por lo cual se hace necesaria la incorporación de escenarios entre los cuales se tienen, el escenario pesimista, el realista y el optimista. Para poder relacionar y realizar escenarios minimizando el riesgo se utilizar el programa Risk Simulator, el cual permite realizar un número determinado de simulaciones tomando como referente las variables previamente seleccionadas.

Finalmente realizada la simulación se obtiene una información más verídica de lo que podría llegar a ser el resultado final de las variables que se estén proyectando, ayudando a la toma de decisiones por parte de la gerencia.

3.6. Propuesta Metodológica Inicial

Fases y actividades dentro de cada fase que planean desarrollar o ejecutar para lograr los objetivos.

- **Fase 1: Recolección de información y entendimiento de la empresa:** Mediante reuniones con el gerente y funcionarios de la empresa Flaminio Angulo y Cía. Ltda., solicitar la información necesaria para la adecuada realización de la propuesta de valoración:

- ✓ Historia, objeto social, aspectos legales y estructura organizacional.
- ✓ Estados financieros con sus notas explicativas de los últimos cinco años.
- ✓ Presupuestos y/o proyecciones si los hay.
- ✓ Aspectos importantes y de relevancia para la realización de la valoración.

- **Fase 2: Diagnóstico financiero:** Desarrollo de la propuesta mediante un diagnostico financiero y la utilización de técnicas adecuadas y generalmente utilizadas para la valoración de empresas.

- **Fase 3: Definición de estrategias de generación de Valor**

- **Fase 4: Diseño, Desarrollo y validación del modelo Financiero en Excel**

- **Fase 5: Sustentación del trabajo ante la empresa y ante el jurado de la**

Universidad: Generar la propuesta de valoración con las conclusiones y recomendaciones para el crecimiento y fortalecimiento financiero de la empresa y mediante un informe ejecutivo presentar este resultado a la Gerencia y alta dirección de la misma.

3.7. Descripción de la construcción del Modelo Financiero en Excel

El modelo de Valoración propuesto para la Compañía Flaminio Angulo y Cía. Ltda., parte de un diagnostico financiero de la información contable y financiera histórica, que comprende el periodo 2009 – 2016.

Para el diagnostico se utilizó la técnica de cálculo de inductores de valor, donde se analizó el EBITDA, la productividad de capital de trabajo, la productividad del activo fijo neto, los indicadores de endeudamiento y liquidez, el flujo de caja y la estructura financiera de la Compañía. El diagnostico permitió conocer cómo se encuentra la empresa en términos financieros generales y entender las decisiones tomadas por la administración y los socios en materia financiera durante los últimos cinco años.

Una vez realizado el diagnostico financiero, se procedió a realizar una valoración inicial de la Compañía, para la valoración se realizaron las siguientes estimaciones:

Proyectado de Ventas. El proyectado de ventas es una estimación de los ingresos operacionales y no operacionales de la empresa para los años 2016 – 2021, tomando como base las ventas del año 2015, con un crecimiento corriente resultante de la combinación de la inflación promedio de investigaciones Bancolombia, el fondo monetario internacional y el P.I.B. del sector muebles.

Supuesto de costos de Ventas y Gastos. El costo y los gastos de ventas fueron proyectados como un porcentaje total de los ingresos operacionales y no operacionales de la empresa, teniendo como referente el promedio de los últimos cinco años. Los gastos administrativos se proyectaron como un crecimiento del año anterior, aplicando el I.P.C de los supuestos macroeconómicos mencionados con anterioridad.

Supuesto de capital de trabajo. La productividad de capital de trabajo es estimado como un promedio de los años 2009 – 2015 durante los últimos seis años dada su inestabilidad.

Otros supuestos. La depreciación se proyectó como proporción de las ventas utilizando el promedio de los últimos siete años. El crecimiento real a perpetuidad se proyecta en un escenario medio del crecimiento económico (estimación moderada). Se calcula el crecimiento nominal y luego con el peso de las ventas.

Costo promedio del capital (WACC): Para el WACC se calculó el costo del patrimonio utilizando una tasa libre de riesgo resultante de la combinación de la rentabilidad de los bonos de Estados Unidos a 10 años y un spread de los bonos de la República de Colombia, una beta apalancada con la estructura financiera de la compañía, una prima de riesgo tomando utilizando el modelo de Banca de Inversión del Grupo Bancolombia y una devaluación propuesta en los supuestos macroeconómicos. El costo de la deuda es un promedio de las obligaciones de

FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., descontando el beneficio del impuesto de renta a pagar durante los siguientes cinco años.

Estado de resultados proyectado. Es el resultante de las operaciones que se ejecutan con cada una de las estimaciones realizadas de los ingresos, costos y gastos de la compañía.

El flujo de caja libre proyectado. El flujo de caja libre proyectado parte de la capacidad de convertir en flujo de caja los ingresos de la compañía, a lo cual se le disminuye los impuestos operativos, las inversiones en activos fijos y los cambios en el capital de trabajo. El flujo de caja libre constituye el flujo con el que cuenta los socios para distribuir utilidades, atender deuda financiera o emprender nuevos proyectos estratégicos.

Valoración por el método de flujo de caja libre descontado. Una vez calculado el flujo de caja libre de FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., se realizó el descuento de cada uno de estos con el WACC estimado para los años proyectados; a este resultado se le adiciona el valor de continuidad calculado bajo un escenario moderado y finalmente se agregó el flujo generado por actividades no operacionales y de financiación.

Valor patrimonial. El resultado final del modelo propuesto es un valor patrimonial inicial que comprende todas las actividades operacionales y no operacionales de la empresa, con estimaciones acordes al entorno económico colombiano y con perspectivas de crecimiento moderadas. Sin embargo, el valor final calculado es desalentador teniendo en cuenta que al comparar el valor resultante de la valoración con el valor en libros a 31 de Diciembre de 2015 se observa una relación 0,63, por lo cual se hace necesario crear estrategias que mitiguen la anterior situación y que generen una alerta para sus socios actuales, que permitan la toma de decisiones financieras oportunas y asertivas. Según la valoración inicial el valor patrimonial calculado es un

40% inferior al valor en libros. Esta situación generó la necesidad de desarrollar estrategias de creación de valor las cuales se describen a continuación:

Disminución de costos. Sustitución de compras nacionales al principal proveedor Ofipartes S.A. por importaciones directas. Para el cálculo de disminución de costos, se tomaron como referentes las compras totales estimadas para los años 2016 - 2021 y los gastos de importación relacionados con estas compras. Los cálculos de variables sensibles se dejaron aleatorios con mínimos y máximos para incluir los riesgos inherentes al cambio de las condiciones inicialmente planteadas. Adicionalmente se plantea la compra de una Prensa Hidráulica de Bancada, que permite una producción más acelerada como respuesta a las necesidades de unidades a vender por la estrategia comercial a desarrollar los próximos años.

Impacto en la tasa de cambio. Con el fin de cubrir a la compañía de las fluctuaciones en las tasas de cambio, proponemos la utilización de herramientas de cobertura “forward” y “futuros”, con los cuales se minimizaría el riesgo de pérdidas por diferencia en cambio.

Designación de mayor presupuesto para el área comercial. Designación de un porcentaje de las ventas para gastos de publicidad en cada uno de los años proyectados y un gasto en la feria de la madera y el mueble incrementado con el IPC.

Venta de activos fijos improductivos y compra de flota y equipo de transporte. Venta una bodega en el barrio la Camelia en la cual no se desarrolla ninguna actividad operacional de FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., cuyo flujo se destinara para financiar el mayor presupuesto en publicidad y la compra de un furgón NKR 100 que permitirá suplir el desplazamiento de un mayor volumen de mercancías como respuesta a la estrategia de comercial agresiva.

Las estrategias de valor anteriormente mencionadas originan un cambio sustancial en el valor patrimonial de FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., los cuales se encuentran inmersos en la hoja de calculado denominada Simulación, que básicamente es la valoración final de la compañía. A continuación describimos los cambios realizados:

Proyectados de ventas: Se adiciona un Spread del 3%, que corresponde a las estimaciones realizadas por el equipo comercial de la compañía, en donde la mayor publicidad y el incremento de mercado en las principales ciudades del país juega un papel importante. Con esta estrategia el proyectado de ventas quedaría así:

ESTRATEGIA DE VENTAS POR CIUDADES

PORCENTAJE DE CRECIMIENTO		2016	2017	2018	2019	2020	2021
BOGOTA		55%	50%	45,0%	40,0%	40,0%	40,0%
MEDELLIN		22,0%	24,0%	26,0%	28,0%	28,0%	28,0%
BARRANQUILLA		17,0%	19,0%	21,0%	23,0%	23,0%	23,0%
CALI		6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	9,0%	9,0%

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	TOTAL	
SPREAD VENTAS CIUDADES PRINCIPALES		756.419.581	90.833.812	101.973.488	115.582.182	131.122.709	148.814.658	168.092.732	756.419.581
VENTAS BOGOTA			49.958.597	50.986.744	52.011.982	52.449.084	59.525.863	67.237.093	332.169.362
VENTAS MEDELLIN			19.983.439	24.473.637	30.051.367	36.714.359	41.668.104	47.065.965	199.956.871
VENTA BARRANQUILLA			15.441.748	19.374.963	24.272.258	30.158.223	34.227.371	38.661.328	162.135.892
VENTAS CALI			5.450.029	7.138.144	9.246.575	11.801.044	13.393.319	15.128.346	62.157.456

INCREMENTO PIB MAS INFLACION		151.911.921	146.228.172	171.967.553	186.834.747	202.228.298	213.683.059	1.072.853.752
VENTAS BOGOTA		83.551.557	73.114.086	77.385.399	74.733.899	80.891.319	85.473.224	475.149.484
VENTAS MEDELLIN		33.420.623	35.094.761	44.711.564	52.313.729	56.623.924	59.831.257	281.995.857
VENTA BARRANQUILLA		25.825.027	27.783.353	36.113.186	42.971.992	46.512.509	49.147.104	228.353.170
VENTAS CALI		9.114.715	10.235.972	13.757.404	16.815.127	18.200.547	19.231.475	87.355.241

TOTAL		242.745.733	248.201.660	287.549.736	317.957.457	351.042.956	381.775.791	1.829.273.334
-------	--	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	---------------

ESTRATEGIA DE CONCENTRACION DE CUENTES

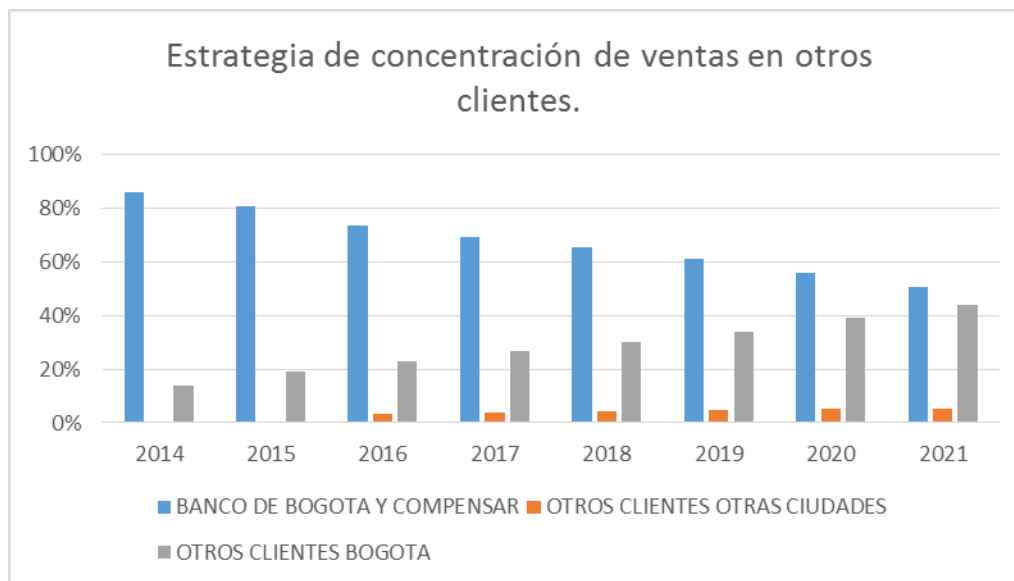
TOTAL VENTAS		3.156.046.743	%	3.408.581.696	%	3.706.687.996	%	4.042.497.216	%	4.420.289.913	%	4.838.759.890	%
TOTAL VENTAS BOGOTA		3.046.811.163	96,5%	3.284.480.865	96,4%	3.548.535.641	95,7%	3.851.722.743	95,3%	4.209.664.140	95,2%	4.609.694.416	95,3%
TOTAL VENTAS MEDELLIN		53.404.061	1,7%	59.568.398	1,7%	74.762.931	2,0%	89.028.088	2,2%	98.292.028	2,2%	106.897.222	2,2%
TOTAL VENTAS BARRANQUILLA		41.266.775	1,3%	47.158.315	1,4%	60.385.444	1,6%	73.130.215	1,8%	80.739.880	1,8%	87.808.432	1,8%
TOTAL VENTAS CALI		14.564.744	0,5%	17.374.116	0,5%	23.003.979	0,6%	28.616.171	0,7%	31.593.866	0,7%	34.359.821	0,7%

OTROS CUENTES BOGOTA	19%	599.648.881	23%	783.973.790	27%	1.000.805.759	30%	1.212.749.165	34%	1.502.898.571	39%	1.887.116.357,26	44%
OTROS CUENTES OTRAS CIUDADES	0%	-	3,5%	117.976.199	3,6%	134.954.388	4,3%	172.480.245	4,7%	208.603.355	4,8%	230.565.769,69	4,7%
BANCO DE BOGOTA Y COMPENSAR	81%	2.556.397.862	73,5%	2.506.631.707	69,4%	2.570.927.849	65,7%	2.657.267.807	61,3%	2.708.787.988	56,2%	2.721.077.763,46	51,3%
PORCENTAJE TOTAL	100%	3.156.046.743	100%	3.408.581.696	100%	3.706.687.996	100%	4.042.497.216	100%	4.420.289.913	100%	4.838.759.890	100%

CLIENTES	AÑO							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BANCO DE BOGOTA Y COMPENSAR	86%	81%	73,5%	69%	65,7%	61,3%	56,2%	51,3%
OTROS CUENTES OTRAS CIUDADES	0%	0%	3,5%	4%	4,3%	4,7%	4,8%	4,7%
OTROS CUENTES BOGOTA	14%	19%	23%	27%	30%	34%	39%	44%

Con la implementación de la anterior estrategia, la dependencia que la empresa tiene con dos de sus clientes cambiaría significativamente, quedando para los años proyectados de la siguiente manera:

Gráfico 11. Estrategia de concentración de ventas



Costo de ventas: La estrategia de disminución de costos la cual depende de los datos provenientes de la hoja de cálculo estrategia, oscila entre un 5% y un 10%. Se hace necesario incorporar una simulación de Montecarlo debido a la sensibilidad que tiene esta variable dentro del modelo.

Venta de activos fijos productivos y compra de Flota y Equipos de Transporte. El flujo de caja generado por estas operaciones fueron adicionados a los flujos proyectados de caja, en cada uno de los años donde se proponen estas transacciones, en caso tal de modificación se pueden modificar los años donde se realice la compra o venta de activos.

Una vez obtenida la valoración final contenida en la hoja de cálculo simulación, se proyecta el Balance de General de la empresa. Donde el saldo de las cuentas correspondientes al desarrollo del objeto social de FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA., es estiman tomando como referente los siguientes supuestos:

VARIABLES	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Distribución utilidades	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	50,0%	50,0%
Tasa impositiva	33%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Reposición activos	1,35%					
Ventas a crédito	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Plazo ctas por cobrar	30	30	30	30	30	30
Plazo inventarios	100	100	100	100	100	100
Costo ventas	59,5%	56,2%	55,1%	54,7%	54,2%	53,1%
Materias primas	40,000%					
Gastos de admón. y ventas a crédito.	5,0%					
Plazo ctas por pagar	80	80	80	80	80	80

Con los anteriores supuestos que permiten la construcción del Balance General se realiza un cálculo intermedio denominado flujo de tesorería el cual permite calcular y visualizar todos los movimiento de efectivo que afectan el saldo final de cada uno de los rubros del Balance. Los supuestos son estimados de acuerdo a los plazos promedio otorgados por y para la Compañía, por sus principales clientes y proveedores, en el caso de la distribución de utilidades se plantea una distribución de utilidades mayor a los datos históricos con el fin de mejorar la estructura financiera de la compañía, al disminuir el valor mayor del patrimonio ocasionado por acumulación de utilidades.

Finalmente tenemos las hojas con datos informativos que comprenden datos para el cálculo de escenarios, los resultados de los escenarios propuestos para las ventas, El Peer Group y las tablas de amortización de las cuales haremos una descripción breve:

Datos de Escenario: Comprende las variaciones que pueden llegar a tener las ventas y el costo de ventas, en diferentes escenarios, cuya base son los supuestos macroeconómicos relacionados en la hoja de cálculo simulación.

Escenarios. Comprende el resumen de los escenarios calculados con la herramienta administrador de escenarios, donde se ingresaron los valores determinados en la hoja Datos de Escenarios, en un entorno Optimista, Realista y Pesimista.

Peer Group. Es una comparación realizada de los principales inductores de valor calculados con la información financiera consolidada de las principales empresas del sector muebles, proporcionada por la Superintendencia de Sociedades y la información de FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA. para el año 2014. No se realiza la comparación en el año 2015 debido a la falta de publicación, ya que las empresas están obligadas a reportar a finales del mes de Abril de cada año.

4. Resultados

A continuación presentamos los resultados, recomendaciones y estrategias sugeridas producto del trabajo de valoración a la compañía FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA. Estas recomendaciones y estrategias se encaminan a incrementar el valor patrimonial de la compañía.

4.1. Recomendaciones y estrategias

Tabla 8. Recomendaciones y estrategias

PROBLEMA	ESTRATEGIA
<p>Ingresos</p> <p>Concentración y dependencia de las ventas en dos clientes que para el año 2015 tuvieron una participación del 81%. No existen estrategias comerciales definidas para la consecución de nuevos clientes.</p> <p>Falta de exploración a nuevos mercados y en ciudades diferentes a Bogotá.</p>	<p>No descuidar los clientes tradicionales y fortalecer el área comercial mediante herramientas y nuevas estrategias conducentes a ampliar el portafolio de clientes y de esta forma no depender de unos pocos como hasta ahora ha venido sucediendo, para ello en el año 2016 el área comercial tendrá como apoyo para esta labor la Cámara de Comercio con el plan TUTOR de Mercadeo y Ventas, con el cual se espera mejorar y cumplir con los objetivos de ventas establecidos.</p> <p>Incrementar la fuerza comercial con la contratación de personal en ciudades como Medellín, Cali y Barranquilla, ciudades donde actualmente la empresa tiene presencia operativa. Adicionalmente se recomienda la participación de licitaciones en empresas</p>

<p>A pesar de cumplir más de 50 años de operación, la empresa no cuenta con un reconocimiento de marca.</p> <p>Precios de venta demasiado elevados con relación a la competencia.</p>	<p>públicas y privadas con el propósito de abrir mercados y conseguir nuevos clientes.</p> <p>Adoptar políticas de publicidad y mercadeo y asignar presupuestos anuales para estos conceptos. Dentro de las estrategias sugeridas se encuentran la publicidad visual móvil en los camiones de propiedad de la empresa, participación en revistas especializadas con circulación nacional y participación anual en ferias importantes como La Feria del Hogar y la Feria de la Madera y el Mueble. Estas estrategias generarían reconocimiento de marca y consecución de nuevos clientes y negociaciones.</p> <p>Analizar los costos de venta Vs márgenes y realizar estudio de mercadeo con el propósito de ajustar los precios de venta y así ser más competitivos.</p>
<p>Costos</p> <p>En los últimos cinco años los costos de ventas y producción de la empresa en promedio han estado por encima del 60%,</p>	<p>Realizar importaciones directas con el propósito de obtener mayores márgenes, se propone iniciar en el año 2016 con compras</p>

<p>porcentaje elevado debido a que el 45.67% de las materias primas son del exterior y son compradas a proveedores importadores y que en los años 2014 y 2015 el costo se incrementó debido a la fuerte devaluación del peso frente al dólar.</p>	<p>de un 50% del total de los productos importados e incrementar de manera gradual en los siguientes años hasta llegar al 80%.</p> <p>Para llevar a cabo estas operaciones se recomienda la contratación por outsourcing de una empresa que realice las labores de trámites de registros y documentos de importación, operaciones de aduana, bodegajes y nacionalización de las mercancías.</p> <p>Con el propósito de minimizar riesgos por diferencia en cambio de las obligaciones con el exterior se sugiere establecer políticas de cobertura con operaciones de Forward y Futuros.</p>
<p>Propiedad Planta y Equipo</p> <p>La empresa es propietaria de una bodega ubicada en el barrio la Camelia de la ciudad Bogotá cuyo valor comercial es de \$566 millones, la cual no genera ninguna renta ni hace parte del proceso operativo de la misma y se identifica como un activo improductivo.</p>	<p>Se recomienda la venta de esta propiedad con el propósito de generar flujos caja de para los años posteriores, estos dineros deben ser invertidos en la operación de la compañía con:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Compra de furgón que facilite el transporte de mercancías a nivel nacional.

	<ul style="list-style-type: none"> - Compra de prensa hidráulica de bancada para la elaboración de bastidores de sillas de oficina. - Planes de publicidad y mercadeo con la participación en revisas y ferias especializadas. - Establecer políticas de distribución de utilidades a socios.
--	--

4.2. Supuestos Macroeconómicos

Gráfico 12. Supuestos Macroeconómicos

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
PIB COLOMBIA FMI	0,8%	4,3%	6,7%	4,0%	4,9%	4,7%	3,1%	2,8%	3,2%	3,6%	3,9%	4,1%	4,1%
PIB COLOMBIA BANCOLOMBIA	0,8%	4,3%	6,7%	4,0%	4,9%	4,7%	3,1%	2,6%	2,9%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%
PIB PROMEDIO	0,8%	4,3%	6,7%	4,0%	4,9%	4,7%	3,1%	2,7%	3,1%	3,7%	3,9%	4,0%	4,0%
VARIACION CRECIMIENTO PIB		3,5%	2,2%	-2,5%	0,9%	-0,2%	-1,5%	-0,4%	0,4%	0,6%	0,2%	0,1%	0,0%
PIB SECTOR MUEBLES	-2,5%	3,3%	8,2%	2,2%	0,3%	-0,4%	1,6%	1,2%	1,6%	2,2%	2,4%	2,6%	2,6%
INFLACION BANCOLOMBIA	2,0%	3,2%	3,7%	2,4%	1,9%	3,7%	6,8%	4,4%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
INFLACION ANUAL FMI	2,0%	3,2%	3,7%	2,4%	1,9%	3,7%	6,8%	3,5%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
INFLACION PROMEDIO	2,0%	3,2%	3,7%	2,4%	1,9%	3,7%	6,8%	3,9%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
Tasas de interés (DTF E.A. fin año)	3,50%	3,00%	5,12%	5,2%	4,06%	4,34%	5,25%	6,54%	4,62%	4,65%	4,70%	4,50%	4,50%
Fuentes: Invest. Económicas Bancolombia, Interbolsa, Fondo Monetario Internacional (FMI)													
http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoseqlqr.aspx													

Para las proyecciones macroeconómicas se tomaron como referentes los datos publicados por el grupo de investigaciones de Bancolombia y el Fondo Monetario Internacional; para la estimación de la inflación y el PIB para la valoración de Flaminio Angulo Ltda. se realizó un promedio aritmético de los porcentajes estimados para los años 2016 – 2021. Para el cálculo del

PIB del sector muebles, se adiciono a los datos proyectados del Departamento Nacional de Estadística (DANE) las variaciones resultantes del comportamiento de la económica colombiana año tras año, dando como resultado una estimación que guarda las mismas proporciones y perspectivas de crecimiento o decrecimiento de la economía en general.

4.3. Proyección

4.3.1. Variables de proyección

Gráfico 13. Variables de proyección

VARIABLES	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Distribución utilidades	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	50,0%	50,0%
Tasa impositiva	34%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Reposición activos	1,35%					
Ventas a crédito	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Plazo ctas por cobrar	30	30	30	30	30	30
Plazo inventarios	100	100	100	100	100	100
Costo ventas	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%
Materias primas	40,000%					
Gastos de admón. y ventas a crédito.	5,0%					
Plazo ctas por pagar	80	80	80	80	80	80

Las variables de proyección fueron estimadas observando y analizando el comportamiento que tuvo FLAMINIO ANGULO Y CIA LTDA. durante los últimos cinco años. La distribución de utilidades se determinó de acuerdo a los sobrantes de caja generados en la operación de la compañía para los años 2016 – 2020, producto del incremento en las ventas, la

disminución de costes y el adecuado manejo del capital de trabajo. La proyección del coste está basada en el resultado final de la sustitución de compra nacionales realizadas a importadores, por la compra directas de materias primas en el exterior. Los días de cuentas por cobrar, plazo de cuentas por pagar y plazo de inventarios se mantienen constantes debido a la buena generación de caja que proporcionaron durante los últimos cinco años.

4.3.2. Proyección de Ventas – Ingresos – Costos – Gastos

Gráfico 14. Proyección Ventas – Ingresos – Costos – Gastos

PROYECTADO DE VENTAS									
AÑO	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	g	%
Ventas	\$ 2.552.310.149	\$ 1.778.340.999	\$ 2.158.029.983	\$ 3.744.793.855	\$ 4.346.721.430	\$ 3.371.738.709	\$ 2.913.301.010		98,57%
Crecimiento cte	0	-30%	21%	74%	16%	-22%	-14%	4,3%	
Crecimiento real (PIB)	0	-32%	17%	69%	14%	-25%	-19%		
Spread	0	0	0	0	0	0	0		
Crecimiento real total (PIB)	0	0	0	0	0	0	0	1,3%	
Crecimiento precios (IPC)	0	0	0	0	0	0	0	3,0%	
Otro Ingresos	\$ 171.423.401	\$ 103.829.439	\$ 15.301.092	\$ 126.813.635	\$ 14.202.681	\$ 8.695.817	\$ 42.263.971		1,43%
Crecimiento cte	0	-39%	-85%	729%	-89%	-39%	386%	4,3%	
Crecimiento real	0	-41,3%	-85,8%	709,0%	-89,0%	-41,0%	355,2%	1,3%	
Crecimiento precios (IPC)	0	0	0	0	0	0	0	3,0%	
Total Ventas	\$ 2.723.733.550	\$ 1.882.170.438	\$ 2.173.331.075	\$ 3.871.607.490	\$ 4.360.924.111	\$ 3.380.434.526	\$ 2.955.564.981		100,00%
Crecimiento		-30,9%	15,5%	78,1%	12,6%	-22,5%	-12,6%		
PROYECTADO DE VENTAS									
AÑO	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	g	%	
Ventas	\$ 3.065.212.931	\$ 3.211.441.104	\$ 3.383.408.657	\$ 3.570.243.404	\$ 3.772.471.703	\$ 3.986.154.762		98,57%	
Crecimiento cte	5,2%	4,8%	5,4%	5,5%	5,7%	5,7%	4,3%		
Crecimiento real (PIB)	1,2%	1,6%	2,2%	2,4%	2,6%	2,6%			
Spread	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%			
Crecimiento real total (PIB)	1,2%	1,6%	2,2%	2,4%	2,6%	2,6%	1,3%		
Crecimiento precios (IPC)	3,9%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%		
Otro Ingresos	\$ 44.467.794	\$ 46.589.162	\$ 49.083.938	\$ 51.794.395	\$ 54.728.171	\$ 57.828.123		1,43%	
Crecimiento cte	5,2%	4,8%	5,4%	5,5%	5,7%	5,7%	4,3%		
Crecimiento real	1,2%	1,6%	2,2%	2,4%	2,6%	2,6%	1,3%		
Crecimiento precios (IPC)	3,9%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%		
Total Ventas	\$ 3.109.680.726	\$ 3.258.030.266	\$ 3.432.492.595	\$ 3.622.037.799	\$ 3.827.199.873	\$ 4.043.982.885		100,00%	
Crecimiento	5,2%	4,8%	5,4%	5,5%	5,7%	5,7%			

SUPUESTOS DE COSTOS DE VENTA

AÑO	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	PROMEDIO EMPRESA	PROMEDIO INDUSTRIA
Costo de Ventas (% ingresos)	64,7%	65,7%	61,1%	63,3%	61,6%	54,7%	59,5%	61,0%	72,4%
Gastos Administrativos (crecimiento)		-11,0%	-2,3%	1,1%	19,7%	23,9%	6,8%	3,9%	
Gastos de Ventas (%ingresos)	7,9%	9,2%	8,8%	7,2%	7,1%	12,2%	13,4%	9,7%	

AÑO	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021
Costo de Ventas (% ingresos)	56,5%	55,2%	54,8%	53,6%	52,9%	51,4%
Gastos Administrativos (crecimiento)	3,9%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
Gastos de Ventas (%ingresos)	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%

Las ventas fueron proyectadas con un incremento corriente, adicionando al PIB del sector muebles y a la inflación colombiana un Spread del 3% correspondiente a las estrategias de ventas que contemplan una gestión comercial más agresiva en las ciudades donde la compañía tiene presencia poco significativa y la entrega oportuna de productos generada por la compra de nuevos equipos de transporte.

Los gastos administrativos son resultado de tomar los gastos ejecutados en el año 2015 y aplicando una tasa de crecimiento constate igual a la tasa de inflación colombiana para los años 2016 -2021. Los gastos de ventas de determinaron como un porcentaje fijo sobre los ingresos generados por la compañía para los siguientes años; sin embargo, se adiciono un 3,8% adicional al promedio histórico de la compañía, debido a la generación de nuevos gastos por la contratación de personal y las mayores pautas comerciales y estrategias comerciales que generan un mayor reconocimiento de la entidad a nivel nacional.

4.3.3. Variables para el cálculo de escenarios

Los escenarios fueron estimados aplicando el crecimiento y decrecimiento en un 1% en la inflación y el PIB de cada uno de los años a proyectar en el caso de las ventas y un variación del 5% en el costo de ventas para todos los años.

Gráfico 15. Variables para el cálculo de escenarios

SUPUESTOS	Realista	Optimista	Pesimista
PIB SECTOR MUEBLES 2016	1,2%	2,7%	0,2%
INFLACION AÑO 2016	3,9%	2,9%	4,9%
CRECIMIENTO CORRIENTE	5,2%	5,7%	5,2%
PIB SECTOR MUEBLES 2017	1,6%	3,1%	0,6%
INFLACION AÑO 2017	3,1%	2,1%	4,1%
CRECIMIENTO CORRIENTE	4,8%	5,2%	4,7%
PIB SECTOR MUEBLES 2018	2,2%	3,7%	1,2%
INFLACION AÑO 2018	3,1%	2,1%	4,1%
CRECIMIENTO CORRIENTE	5,4%	5,8%	5,3%
PIB SECTOR MUEBLES 2019	2,4%	3,9%	1,4%
INFLACION AÑO 2019	3,0%	2,0%	4,0%
CRECIMIENTO CORRIENTE	5,5%	6,0%	5,5%
PIB SECTOR MUEBLES 2020	2,6%	4,0%	1,6%
INFLACION AÑO 2020	3,0%	2,0%	4,0%
CRECIMIENTO CORRIENTE	5,7%	6,1%	5,6%
PIB SECTOR MUEBLES 2021	2,6%	4,0%	1,6%
INFLACION AÑO 2021	3,0%	2,0%	4,0%
CRECIMIENTO CORRIENTE	5,7%	6,1%	5,6%

COSTO DE VENTAS	Realista	Optimista	Pesimista
COSTOS DE VENTAS 2016	61,0%	56,0%	66,0%
COSTOS DE VENTAS 2017	61,0%	56,0%	66,0%
COSTOS DE VENTAS 2018	61,0%	56,0%	66,0%
COSTOS DE VENTAS 2019	61,0%	56,0%	66,0%
COSTOS DE VENTAS 2020	61,0%	56,0%	66,0%
COSTOS DE VENTAS 2021	61,0%	56,0%	66,0%

Ventas			
2016	\$ 3.109.680.725,69	\$ 3.123.845.112,43	\$ 3.108.588.897,64
2017	\$ 3.258.030.265,85	\$ 3.287.528.739,11	\$ 3.256.100.097,71
2018	\$ 3.432.492.594,57	\$ 3.479.063.294,83	\$ 3.429.858.886,46
2019	\$ 3.622.037.799,48	\$ 3.687.583.910,60	\$ 3.618.716.295,57
2020	\$ 3.827.199.873,32	\$ 3.913.869.030,95	\$ 3.823.167.953,47
2021	\$ 4.043.982.885,12	\$ 4.154.039.925,00	\$ 4.039.170.801,62

Costos			
2016	1.869.322.050,22	1.748.886.667,48	2.051.204.355,71
2017	1.958.499.393,82	1.840.525.049,69	2.148.539.714,64
2018	2.063.373.915,28	1.947.755.792,18	2.263.194.561,60
2019	2.177.315.204,54	2.064.496.191,18	2.387.812.242,79
2020	2.300.644.260,58	2.191.182.059,33	2.522.719.798,92
2021	2.430.959.009,85	2.325.641.886,69	2.665.249.415,27

4.4. Flujo de Caja Proyectado

Gráfico 16. Flujo de Caja Proyectado

MOVIMIENTOS	2016	2017	2018	2019	2020
SALDO INICIAL	\$ 120.610.081	\$ 152.066.562	\$ 162.518.895	\$ 168.218.367	\$ 177.329.604
INGRESOS					
Ventas de contado	\$ 315.604.674	\$ 340.424.840	\$ 369.179.814	\$ 400.975.560	\$ 436.079.855
Recaudo de cartera	\$ 2.711.450.709	\$ 3.048.591.264	\$ 3.301.052.095	\$ 3.584.933.227	\$ 3.898.390.475
Ingresos no operacionales	\$ 45.104.330	\$ 47.932.512	\$ 51.222.094	\$ 54.824.332	\$ 58.758.968
Otros clientes por cobrar	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Venta de activos	\$ 566.000.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
TOTAL INGRESOS	\$ 3.638.159.713	\$ 3.436.948.616	\$ 3.721.454.003	\$ 4.040.733.118	\$ 4.393.229.298
EFFECTIVO DISPONIBLE	\$ 3.758.769.794	\$ 3.589.015.178	\$ 3.883.972.898	\$ 4.208.951.485	\$ 4.570.558.902
EGRESOS					
Pago crédito de tesorería	\$ -	\$ 160.106.680	\$ 358.514.618	\$ 291.129.870	\$ 339.060.867
Pago a proveedores	\$ 1.958.364.252	\$ 1.921.737.322	\$ 2.071.451.361	\$ 2.237.845.286	\$ 2.384.336.370
Pago de gastos de admón. y ventas	\$ 1.040.135.283	\$ 1.111.629.241	\$ 1.150.613.629	\$ 1.212.934.491	\$ 1.280.274.940
Pagos de otros pasivos	\$ 292.181.856	\$ 54.743.962	\$ 58.506.802	\$ 60.558.612	\$ 63.838.657
Compra de activos	\$ 73.276.883	\$ 166.670.596	\$ 50.602.500	\$ 54.949.718	\$ 59.748.718
Pago impuesto de renta	\$ 53.099.824	\$ 63.827.236	\$ 90.931.000	\$ 126.505.135	\$ 154.948.210
Pago deuda financiera	\$ 56.134.207	\$ 56.134.207	\$ -	\$ -	\$ -
Pago intereses deuda financiera	\$ 7.051.491	\$ 2.575.148	\$ -	\$ -	\$ -
Distribución utilidades	\$ 300.595.042	\$ 247.586.509	\$ 226.264.491	\$ 386.759.635	\$ 343.770.727
TOTAL EGRESOS	\$ 3.780.838.838	\$ 3.785.010.901	\$ 4.006.884.402	\$ 4.370.682.748	\$ 4.625.978.489
FLUJO DEL PERIODO	-\$ 142.679.125	-\$ 348.062.285	-\$ 285.430.398	-\$ 329.949.630	-\$ 232.749.191
SALDO ACUMULADO	-\$ 22.069.044	-\$ 195.995.723	-\$ 122.911.503	-\$ 161.731.263	-\$ 55.419.587
Compra de inversiones temporales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Venta de inversiones temporales	\$ 14.028.926	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Crédito de tesorería	\$ 160.106.680	\$ 358.514.618	\$ 291.129.870	\$ 339.060.867	\$ 242.594.286
SALDO FINAL EN CAJA	\$ 152.066.562	\$ 162.518.895	\$ 168.218.367	\$ 177.329.604	\$ 187.174.699
Ciclo de caja	\$ 50	\$ 50	\$ 50	\$ 50	\$ 50
EFFECTIVO MÍNIMO	\$ 152.066.562	\$ 162.518.895	\$ 168.218.367	\$ 177.329.604	\$ 187.174.699
SOBRANTE (FALTANTE)	-\$ 174.135.606	-\$ 358.514.618	-\$ 291.129.870	-\$ 339.060.867	-\$ 242.594.286

El flujo de caja proyectado tiene una estructura que permite a la empresa cumplir con sus obligaciones generadas por el desarrollo de su objeto social. En el tema de ingresos se estima un porcentaje de ventas de contado y ventas a crédito, el cual es reflejo de las transacciones realizadas por la compañía los últimos cinco años. En los ingresos se incluye la venta de un activo improductivo como estrategia para generación de flujo en vista de atender necesidades operacionales y de pago de dividendos. Con respecto al pago a proveedores, se determina el promedio de pago de acuerdo a los plazos asignados por estos para el año 2015.

Para el efectivo mínimo disponible para operar, se determinó un ciclo de caja de 50 días, el cual es suficiente para atender todas las necesidades operacionales, como lo son el incremento de gastos administrativos, de ventas e impuestos para cada uno de los años.

4.5. Estado de Resultados Proyectado

Para la determinación de resultados se utiliza la estructura tradicional del estado de resultados. Las ventas fueron calculadas como el resultado del crecimiento del sector muebles y la inflación de Colombia. Los gastos de administración se planean como una constante con el crecimiento del índice general de precios al consumidor y una optimización derivada de la revisión y exclusión de gastos innecesarios. Los gastos de ventas se obtiene como destinación de un porcentaje sobre las ventas, debido a la inestabilidad presentada los últimos cinco años, sin embargo, se adicionan puntos porcentuales por la necesidad de financiación de la nueva estrategia comercial, que contempla no solo la ventas a nivel local sino la realización de negocios a nivel nacional. La depreciación se calcula por el método de línea recta sobre el activo fijo bruto

resultante de la sumatoria del activo del año anterior con las reposiciones realizadas y las inversiones realizadas.

Las tasas de tributación son las señaladas por el gobierno nacional, dando cumplimiento a la normatividad vigente en materia fiscal.

Gráfico 17. Estado de Resultados Proyectado

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	4.346.721.430,0	3.371.738.709,0	2.913.301.010,0	3.156.046.743,5	3.404.248.403,7	3.691.798.139,2	4.009.755.595,8	4.360.798.552,2
Otros ingresos	14.202.681,1	8.695.817,1	42.263.971,0	45.104.329,8	47.932.512,3	51.222.094,3	54.824.331,7	58.758.967,6
Costo de ventas	2.676.392.212,9	1.842.998.612,8	1.733.639.237,0	1.801.357.020,1	1.910.463.761,6	2.039.445.243,7	2.201.116.320,5	2.335.085.772,4
Utilidad Bruta	1.684.531.898,2	1.537.435.913,4	1.221.925.744,0	1.399.794.053,2	1.541.717.154,4	1.703.574.989,9	1.863.463.606,9	2.084.471.747,3

Gastos								
GASTOS DE ADMINISTRACION	459.795.106,7	569.710.998,4	600.266.025,0	623.856.479,8	643.351.994,8	663.070.733,4	683.062.316,0	703.656.644,9
GASTOS DE VENTAS	309.873.426,3	410.364.351,1	391.554.779,0	471.022.765,0	526.784.048,0	548.101.507,4	593.710.832,8	644.001.187,1
Depreciaciones	81.818.109,0	79.558.121,0	82.931.384,0	98.376.396,7	106.090.937,7	115.028.886,4	124.910.920,5	135.819.939,1
Total gastos de admon y ventas	851.486.642,0	1.059.633.470,6	1.074.752.188,0	1.193.255.641,5	1.276.226.980,5	1.326.201.127,2	1.401.684.069,4	1.483.477.771,0

UTILIDAD OPERACIONAL	833.045.256,2	477.802.442,8	147.173.556,0	206.538.411,7	265.490.173,9	377.373.862,6	461.779.537,5	600.993.976,3
----------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Gasto financiero	62.857.656,0	37.204.238,0	20.280.697,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Neto otros egresos	35.132.788,8	46.898.661,0	17.515.135,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	735.054.811,3	393.699.543,9	109.377.724,0	206.538.411,7	265.490.173,9	377.373.862,6	461.779.537,5	600.993.976,3
-----------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Impuestos	230.791.421,0	179.178.134,1	75.120.796,0	70.223.060,0	90.266.659,1	128.307.113,3	157.005.042,8	204.337.951,9
-----------	---------------	---------------	--------------	--------------	--------------	---------------	---------------	---------------

UTILIDAD NETA	504.263.390,3	214.521.409,8	34.256.928,0	136.315.351,7	175.223.514,8	249.066.749,3	304.774.494,8	396.656.024,4
---------------	---------------	---------------	--------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

4.6. Balance General Proyectado

Gráfico 18. Balance General Proyectado

BALANCE GENERAL PROYECTADO								
ACTIVO	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activo corriente								
Disponible	\$ 443.368.763	\$ 204.423.849	\$ 120.610.081	\$ 152.066.562	\$ 162.518.895	\$ 168.218.367	\$ 177.329.604	\$ 187.174.699
Inversiones temporales	\$ 14.028.926	\$ 14.028.926	\$ 14.028.926	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cuentas por cobrar (clientes)	\$ 339.558.397	\$ 116.986.668	\$ 111.094.970	\$ 240.086.330	\$ 255.318.630	\$ 276.884.860	\$ 300.731.670	\$ 327.059.891
Otras cuentas por cobrar	\$ 304.980.061	\$ 213.004.332	\$ 169.735.242	\$ 169.735.242	\$ 169.735.242	\$ 169.735.242	\$ 169.735.242	\$ 169.735.242
Inventarios	\$ 443.148.021	\$ 379.454.066	\$ 643.168.715	\$ 501.999.946	\$ 532.993.676	\$ 570.015.400	\$ 608.976.954	\$ 658.196.784
Activo corriente	\$ 1.545.084.168	\$ 927.897.842	\$ 1.058.637.934	\$ 1.063.888.080	\$ 1.120.566.443	\$ 1.184.853.869	\$ 1.256.773.470	\$ 1.342.166.616
Activo fijo								
Activo fijo bruto	\$ 1.948.429.517	\$ 1.964.918.268	\$ 1.951.549.660	\$ 1.458.826.543	\$ 1.625.497.139	\$ 1.676.099.640	\$ 1.731.049.358	\$ 1.790.798.076
Depreciación acumulada	-\$ 636.329.985	-\$ 715.888.106	-\$ 746.065.490	-\$ 844.441.887	-\$ 950.532.825	-\$ 1.065.561.711	-\$ 1.190.472.631	-\$ 1.326.292.571
Activo fijo neto	\$ 1.312.099.532	\$ 1.249.030.162	\$ 1.205.484.170	\$ 614.384.656	\$ 674.964.315	\$ 610.537.929	\$ 540.576.726	\$ 464.505.505
VALORIZACIONES	\$ 481.416.954	\$ 490.212.278	\$ 2.611.518.888	\$ 2.611.518.888	\$ 2.611.518.888	\$ 2.611.518.888	\$ 2.611.518.888	\$ 2.611.518.888
TOTAL ACTIVOS	\$ 3.338.600.654	\$ 2.667.140.282	\$ 4.875.640.992	\$ 4.289.791.624	\$ 4.407.049.646	\$ 4.406.910.685	\$ 4.408.869.084	\$ 4.418.191.009
PASIVO								
Pasivo corriente								
Crédito de tesorería	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 161.455.500	\$ 377.368.713	\$ 307.310.842	\$ 327.584.627	\$ 256.609.611
Cuentas por pagar (proveedores)	\$ 702.734.236	\$ 259.456.398	\$ 454.322.019	\$ 160.639.983	\$ 170.557.976	\$ 182.404.928	\$ 194.872.625	\$ 210.622.971
Obligaciones financieras corto plazo	\$ 238.040.986	\$ 169.780.030	\$ 20.045.950	\$ 10.460.090	\$ 0	\$ -	\$ -	\$ -
Impuestos por pagar	\$ 58.731.639	\$ 64.038.000	\$ 53.099.824	\$ 63.441.499	\$ 85.688.978	\$ 124.019.647	\$ 159.996.800	\$ 192.634.251
Otros pasivos corrientes	\$ 460.028.287	\$ 291.925.493	\$ 292.181.856	\$ 54.743.962	\$ 58.506.802	\$ 60.558.612	\$ 63.838.657	\$ 67.382.892
Total pasivo corriente	\$ 1.459.535.148	\$ 785.199.921	\$ 819.649.649	\$ 450.741.034	\$ 692.122.470	\$ 674.294.029	\$ 746.272.710	\$ 727.249.724
Obligaciones financieras largo plazo	\$ -	\$ -	\$ 82.595.825	\$ 43.098.969	\$ 0	\$ -	\$ -	\$ -
TOTAL PASIVOS	\$ 1.459.535.148	\$ 785.199.921	\$ 902.245.474	\$ 493.840.003	\$ 692.122.470	\$ 674.294.029	\$ 746.272.710	\$ 727.249.724
PATRIMONIO								
Capital	\$ 200.000.000	\$ 200.000.000	\$ 200.000.000	\$ 200.000.000	\$ 200.000.000	\$ 200.000.000	\$ 200.000.000	\$ 200.000.000
Utilidad del ejercicio	\$ 439.613.911	\$ 294.079.531	\$ 117.188.313	\$ 123.151.145	\$ 166.337.428	\$ 240.744.021	\$ 310.582.024	\$ 373.937.076
Utilidades de ejercicios anteriores	\$ 671.510.828	\$ 767.163.349	\$ 884.795.162	\$ 701.388.432	\$ 577.177.704	\$ 520.460.593	\$ 380.602.307	\$ 345.592.165
Reserva Legal	\$ 86.523.812	\$ 130.485.203	\$ 159.893.156	\$ 159.893.156	\$ 159.893.156	\$ 159.893.156	\$ 159.893.156	\$ 159.893.156
Superavit por Valorizaciones	\$ 481.416.954	\$ 490.212.278	\$ 2.611.518.888	\$ 2.611.518.888	\$ 2.611.518.888	\$ 2.611.518.888	\$ 2.611.518.888	\$ 2.611.518.888
TOTAL PATRIMONIO	\$ 1.879.065.506	\$ 1.881.940.361	\$ 3.973.395.519	\$ 3.795.951.622	\$ 3.714.927.177	\$ 3.732.616.658	\$ 3.662.596.375	\$ 3.690.941.286
PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 3.338.600.654	\$ 2.667.140.281	\$ 4.875.640.993	\$ 4.289.791.625	\$ 4.407.049.647	\$ 4.406.910.686	\$ 4.408.869.085	\$ 4.418.191.010
ACTIVO = PASIVO + PATRIMONIO	-	(1)	1	1	1	1	1	1

A continuación se describen las partidas que representan el Balance General Proyectado y sus bases de estimación:

Disponible. Comprende el efectivo mínimo necesario para suplir las necesidades operativas de la compañía.

Cuentas por Cobrar. Contiene el 90% de las ventas de la entidad, tomando como referente las políticas actuales de cartera.

Inventarios. Representa la cantidad de materias primas y productos terminados que tiene la compañía al cierre del año, la estimación se realizó de acuerdo al promedio de compras realizado por la entidad y la necesidad de incrementar su volumen de existencia por el incremento en las ventas de los próximos cinco años.

Activo fijo. El activo se estimó con una reposición del 1,35% y una inversión en maquinaria y equipo de transporte para el año 2016. La reposición se destina para la compra de equipos de cómputo y muebles y enseres deteriorados.

Crédito de Tesorería. Son obligaciones financieras necesarias en caso de generar déficit en caja los cuales serán cubiertos dentro del mismo año de su solicitud.

Proveedores. Se recurre a la financiación de capital con proveedores con una promedio de pago de 80. El plazo es reflejo de las transacciones económicas realizadas por la entidad en el último año, y el ciclo de caja realizado de la compañía.

Impuesto por pagar. Los impuestos fueron calculados según las normas en materia fiscal vigentes, donde el impuesto de renta representa la destinación del 34% de la utilidad neta generada en cada año como tributo.

Utilidades de ejercicios anteriores. Se toma la decisión de realizar distribución de dividendos en las proporciones mencionadas en el gráfico de variables de proyección. Las utilidades de cada año se acumulan en este rubro.

4.7. Indicadores Financieros Proyectados

Gráfico 19. Indicadores Financieros Proyectados

INDICADORES FINANCIEROS PROYECTADOS

LIQUIDEZ

AÑO ==>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activo corriente (Capital de trabajo bruto)	1.545.084.168	927.897.842	1.058.637.934	1.398.864.037	1.623.126.719	2.016.843.054	2.463.914.339	2.970.239.592
Pasivo corriente	1.459.535.148	785.199.921	819.649.649	346.614.970	377.447.968	413.966.581	454.612.680	499.614.155
Capital de trabajo neto	85.549.020	142.697.921	238.988.285	1.052.249.067	1.245.678.751	1.602.876.473	2.009.301.659	2.470.625.437
Índice de liquidez	1,06	1,18	1,29	4,04	4,30	4,87	5,42	5,95

EDEUDAMIENTO

AÑO ==>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Total pasivo	1.459.535.148	785.199.921	902.245.474	429.210.795	460.043.793	496.562.406	537.208.505	582.209.980
Total activo	3.338.600.654	2.667.140.282	4.875.640.992	4.627.169.276	4.917.100.864	5.254.517.113	5.643.188.942	6.088.892.908
Nivel de endeudamiento	43,7%	29,4%	18,5%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,6%
EBIT	879.730.576	510.461.903	212.589.805	340.246.914	392.573.621	455.905.509	527.311.712	607.124.987
Utilidad antes de impuestos	816.872.920	473.257.665	192.309.108	340.246.914	392.573.621	455.905.509	527.311.712	607.124.987
Apalancamiento Financiero - GAF	1,08	1,08	1,11	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Deuda financiera promedio		203.910.508	136.210.903	102.641.775	102.641.775	102.641.775	102.641.775	102.641.775
Patrimonio promedio		1.880.502.933	2.927.667.940	4.085.677.000	4.327.507.777	4.607.505.890	4.931.967.573	5.306.331.683
Endeudamiento financiero		10,8%	4,7%	2,5%	2,4%	2,2%	2,1%	1,9%

ACTIVIDAD

AÑO ==>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	4.346.721.430	3.371.738.709	2.913.301.010	3.125.768.806	3.339.354.821	3.587.006.071	3.858.986.730	4.157.076.939
Total activo	3.338.600.654	2.667.140.282	4.875.640.992	4.627.169.276	4.917.100.864	5.254.517.113	5.643.188.942	6.088.892.908
Rotación de activos	1,30	1,26	0,60	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68

RENTABILIDAD

AÑO ==>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	4.346.721.430	3.371.738.709	2.913.301.010	3.125.768.806	3.339.354.821	3.587.006.071	3.858.986.730	4.157.076.939
Utilidad bruta	1.684.531.898	1.537.435.913	1.221.925.744	1.264.621.047	1.350.779.678	1.450.690.238	1.560.405.557	1.680.639.899
Utilidad operacional	914.863.365	557.360.564	230.104.940	340.246.914	392.573.621	455.905.509	527.311.712	607.124.987
Utilidad neta	586.081.499	294.079.531	117.188.312	224.562.963	259.098.590	300.897.636	348.025.730	400.702.492
Margen bruto	38,8%	45,6%	41,9%	40,5%	40,5%	40,4%	40,4%	40,4%
Margen operacional	21,0%	16,5%	7,9%	10,9%	11,8%	12,7%	13,7%	14,6%
Margen neto	13,5%	8,7%	4,0%	7,2%	7,8%	8,4%	9,0%	9,6%
Utilidad neta	586.081.499	294.079.531	117.188.312	224.562.963	259.098.590	300.897.636	348.025.730	400.702.492
Patrimonio	1.879.065.506	1.881.940.361	3.973.395.519	4.197.958.482	4.457.057.072	4.757.954.708	5.105.980.438	5.506.682.929
Rentabilidad del patrimonio (ROE)	31,2%	15,6%	2,9%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%
Utilidad neta	586.081.499	294.079.531	117.188.312	224.562.963	259.098.590	300.897.636	348.025.730	400.702.492
Total activo	3.338.600.654	2.667.140.282	4.875.640.992	4.627.169.276	4.917.100.864	5.254.517.113	5.643.188.942	6.088.892.908
Rentabilidad del activo (ROA)	17,6%	11,0%	2,4%	4,9%	5,3%	5,7%	6,2%	6,6%

5. Conclusiones

Las ventas para el cierre de 2015 registran una disminución del 13.58% y teniendo en cuenta la inflación registrada para este año, la variación real en la disminución de las ventas fue del 19,06% con relación a la ventas de 2014. Las ventas realizadas al Banco de Bogotá disminuyeron en un 35.73%, la participación del total de las ventas a este cliente cae del 64.3% del año 2014 al 50,85% del año 2015, Compensar para el 2015 facturó \$914.000.000, aumentando sus ventas en un 12,5% con relación al 2014.

Estos resultados muestran que pese a que el potencial de la Compañía es alto, es muy importante no descuidar los clientes tradicionales y fortalecer el área comercial mediante herramientas y nuevas estrategias conducentes a ampliar el portafolio de clientes y de esta forma no depender de unos pocos como hasta ahora ha venido sucediendo, es por ello que para el año 2016 el Director Comercial tendrá como apoyo para esta labor por parte de la Cámara de Comercio con el plan TUTOR de Mercadeo y Ventas, con el cual se espera mejorar y cumplir los objetivo de ventas para el año 2016 y siguientes.

Como resultado del diagnóstico financiero, a continuación se detallan algunos indicadores financieros:

La liquidez paso de 1.26 del año anterior a 1.29 en 2015, al realizar la prueba acida es decir sin tener en cuenta los inventarios, la situación desmejora ya que por cada peso de deuda corriente se tiene \$0,51 pesos en activos de fácil conversión a efectivo.

La rotación de la cartera se mantiene estable con relación al año anterior, estando en 13 días, esto es consecuencia de que las principales ventas son institucionales y el recaudo se realiza dentro de las fechas pactadas.

El nivel de endeudamiento sigue bajando del 29% al 19% en el año 2015, esto motivado por la cancelación total del crédito solicitado para la compra de la bodega ubicada en la AV CR 40 No. 20ª 25.

El margen operacional corresponde al 6.45% en 2015, disminuyendo un 9,82% con relación al año anterior debido esto a la disminución en ventas de \$458.000.000, incremento en los costos en 4,85% y aumento en los gastos administrativos y de ventas de un 1,2%.

La utilidad bruta de la compañía se disminuyó en 4,85% como consecuencia de la devaluación del peso frente al dólar que para el año 2015 supero el 30% y que el 45% de los productos son importados y comprados a proveedores nacionales importadores quienes reajustaron sus precios durante el año 2015.

Un aspecto importante que afectó de manera considerable el flujo de caja y la utilidad neta de la compañía para el año 2015 tiene que ver con la no facturación oportuna de las ventas a clientes a los cuales se entrega la mercancía con remisión, es decir las remisiones pendientes por facturar que al cierre del año 2015 fue de \$235.000.000 a costo, lo que advierte que se dejaron de facturar ingresos por aproximadamente \$395.000.000 y que para suplir esta diferencia en el flujo de caja fue necesario el apalancamiento financiero con la adquisición de nuevos créditos y el apalancamiento con proveedores cuya rotación se incrementó de 45 días en el 2014 a 87 días en el 2015.

El resultado de la valoración muestra un valor patrimonial de \$2.498.000.000 y un Price / Book Value de 0.63 es decir que el valor patrimonial obtenido producto de este ejercicio, no alcanza a ser el valor del patrimonio en libros el cual es de \$3.973.000.000 a 31 de diciembre de 2015. Lo anterior deja ver que la compañía año tras año ha destruido valor poniendo en riesgo la

continuidad del negocio y que en un supuesto de venta, sería de mayor beneficio económico para los socios la venta de los activos por separado que la venta de la compañía en su conjunto.

A pesar de tratarse de una empresa con más de 50 años de funcionamiento, su crecimiento económico y de operación no es consecuente con el tiempo y esto se debe principalmente a:

- La falta de visión empresarial a largo plazo de la administración y los socios de la compañía.

- El desconocimiento de la importancia y los beneficios de prácticas adecuadas en el manejo de sus finanzas.

- No existen estrategias claras y contundentes para generar valor a través del crecimiento en sus actividades de operación para incrementar las ventas con los clientes tradicionales y la consecución de nuevos compradores.

- La empresa no cuenta con flujos de caja permanentes y proyectados que permitan identificar de manera anticipada problemas de iliquidez y tomar las decisiones necesarias para subsanar dichas situaciones.

- Por la baja rentabilidad de sus operaciones con ventas disminuidas en los últimos dos años y costos de ventas elevados al asumir diferencias en cambio por las compras de materias primas importadas debido a la alta devaluación que ha sufrido el peso frente al dólar.

Con base en las simulaciones, proyecciones y evaluaciones del modelo financiero propuesto se concluye lo siguiente:

- Con un crecimiento promedio en las ventas de 8% para los próximos seis años apoyado en las estrategias planteadas (apertura de nuevos mercados en ciudades diferentes a Bogotá con la ampliación de fuerza de ventas, consolidación y reconocimiento de marca con la participación

en publicaciones y ferias especializadas del sector muebles, participación en licitaciones y el apoyo del Plan Tutor por parte de la Cámara de Comercio de Bogotá).

- Disminución en los costos de ventas mediante la importación directa de materias primas con valores de compra progresivos durante los siguientes seis años, con el objetivo de absorber las utilidades marginales obtenidas por la intermediación de los proveedores a los cuales se compra actualmente. Una vez asumidos los gastos y costos agregados por la actividad de importación el modelo proyecta una disminución en los costos de venta que van del 5% para el año 2016 al 9% para el año 2021.

- El modelo incluye la venta de activos improductivos (Bodega barrio la camelia) por valor de \$566.000.000, que permita mejorar el flujo de caja de la compañía e invertir estos recursos en renovación y adquisición de equipos de transporte que soporte la logística de las importaciones propuestas, prensa hidráulica que tecnifique la elaboración de bastidores para sillas, presupuestar rubros para publicidad, mercadeo y reconocimiento de marca y pago de utilidades a los socios mediante políticas adecuadas para la distribución de las mismas.

La puesta en marcha de estas estrategias permitirá a la empresa en un lapso de seis años generar valor agregado con una probabilidad del 91% de incrementar su valor patrimonial a \$4.620.000.000 es decir un incremento en el patrimonio de los socios del 84% transcurridos los seis años y con un Price / Book Value de 1.16 con lo cual se garantiza la continuidad del negocio.

6. Recomendaciones

La administración y los socios de la compañía deben entender y tomar conciencia sobre la importancia de cambio en los manejos de los procesos comerciales, de operación y financieros, advirtiéndole que de continuar con los manejos actuales se pone en riesgo la continuidad del negocio.

Se recomienda la adopción del modelo propuesto acogiendo las estrategias planteadas con las cuales se tiene una probabilidad del 91% de incrementar el valor patrimonial de la compañía y se garantiza el pago de utilidades a los socios por aproximadamente \$1.780.000,000 durante los siguientes seis años.

Con la puesta en marcha del modelo propuesto la compañía tendría un crecimiento de ventas en promedio de 8% por los años proyectados y se obtendrían utilidades netas en promedio de \$335.000.000.

Mediante publicidad constante y participación en ferias y eventos del sector muebles, la empresa obtendría una recordación y reconocimiento como marca más acorde a los años de funcionamiento y que ayudarían a generar nuevos negocios con nuevos clientes y así disminuir el riesgo por concentración de ventas y dependencia de dos o tres clientes como sucede en la actualidad.

El flujo de tesorería mejoraría radicalmente y el apalancamiento financiero con proveedores y con obligaciones bancarias tendría una reducción importante, recuperando la confianza por parte de los proveedores y minimizando los gastos financieros respectivamente.

Por tratarse de un modelo financiero basado en supuestos macroeconómicos y proyecciones, es importante que la administración de la compañía tenga en cuenta, que cambios

en la economía del país en variables como inflación, devaluación, tasas de interés, reformas fiscales, laborales, etc., pueden desvirtuar o modificar los resultados obtenidos en este ejercicio de valoración.

Flaminio Angulo y Cía. Ltda. es una empresa familiar y en donde todos los socios trabajan y desempeñan diferentes actividades, se recomienda la elaboración de un protocolo de familia con el fin de poder alcanzar y asegurar a través de la actual y futuras generaciones el parámetro de éxito de la Familia Empresarial: Rentabilidad y Armonía Familiar, dejando en claro, anticipadamente, que lugar van a ocupar, dentro del sistema Familia – Empresa – Propiedad, cada uno de los miembros socios de la Familia Empresaria de las futuras generaciones.

Bibliografía

AMAT, O. (2000). EVA, VALOR ECONÓMICO AGREGADO. UN NUEVO ENFOQUE PARA OPTIMIZAR LA GESTIÓN EMPRESARIAL, MOTIVAR A LOS EMPLEADOS Y CREAR VALOR. ED NORMA.

COPELAND, T. Y. (1994). VALORACION: LA MEDICION Y GESTION DEL VALOR DE LAS EMPRESAS. NEW YORK: ED. WILEY & SONS.

ESTUPIÑÁN, R. (2006). ANÁLISIS FINANCIERO Y DE GESTIÓN. BOGOTÁ: ED. ECOE.

EUMED.NET. (Consulta realizada el 5 de Marzo de 2016). Obtenido de <http://www.eumed.net/librosgratis/2005/agl/La%20valoracion%20financiera%20de%20la%20empresa-introduccion.htm>

FERNANDEZ, P. (2013). VALORACION DE EMPRESAS Y SENSATEZ. Madrid: ED.BARCELONA.

GARCIA S, O. L. (Consulta realizada el 8 de Marzo de 2016). INTRODUCCION AL DIAGNOSTICO FINANCIERO. Obtenido de <http://www.oscarleongarcia.com/site/documentos/complem02ed4revisiondelosEEFF.pdf>

GARCIA S, O.L. (2009). ADMINISTRACION FINANCIERA Fundamentos y Aplicaciones. CALI: ED. PRENSA MODERNA IMPRESORES.

HERNÁNDEZ SAMPIERI, R. (2006). METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN. MEXICO: ED. MC GRAW HILL.

KNIGHT, J. (2001). LA ADMINISTRACIÓN INTEGRAL BASADA EN EL VALOR. BOGOTÁ: ED. MC GRAW-HILL.

MARTIN, J. Y. (2000). LA GESTION BASADA EN EL VALOR. BARCELONA: EDICIONES GESTION 2000 S.A.

MARTIN MARIN, J. L. (2000). MANUAL DE VALORACION DE EMPRESAS. BARCELONA: ED. ARIEL.

MILLA, A. (2010). CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA. ESPAÑA: EDICIONES DIAZ DE SANTOS.

RAPPAPORT, A. (1998). LA CREACION DE VALOR PARA EL ACCIONISTA. BILBAO: DEUSTO S.A. EDICIONES.

RICO E, L. F. (2003). CUANTO VALE MI EMPRESA. VALORACION DE UNA MEDIANA EMPRESA NO COTIZADA EN BOLSA. MADRID: ED. MC GRAW HILL.

VELEZ PAREJA, I. (2001). DECISIONES DE INVERSIÓN. ENFOCADO A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS. BOGOTÁ: EDITORIAL PONTIFICIA UNIVERSIDAD JARERIANA.

ZITZMANN RIEDLER, W. (2003). VALORACIÓN DE EMPRESAS CON EXCEL SIMULACIÓN PROBABILÍSTICA. BOGOTÁ: ALFAOMEGA COLOMBIANA S.A.